

# 政策持续发力，看好银行配置价值

## ——银行业投资观点更新

### 东兴证券银行业研究团队

林瑾璐（分析师）执业证书编号：S1480519070002 010-66554046 linjl@dxzq.net.cn

田馨宇（分析师）执业证书编号：S1480521070003 010-66555383 tianxy@dxzq.net.cn

- **市场行情：**经济预期存分歧、资产荒环境抑制银行估值提升。近期市场对经济预期存在分歧，对于供给发力效果的持续性存疑，以及年初以来银行面临资产荒环境，市场对于信贷投放利率进一步下行或冲击息差而产生担忧。年初以来板块行情整体表现不佳。目前估值仍处于历史底部，行业PB仅为0.51倍（3月10日）；主动基金持仓比例也处在近五年的5-10%分位数水平。
- **我们的观点：**
  - A. **短期供给发力。**随着稳增长政策持续发力，地产销售和消费逐步复苏，有效信贷需求有望持续提升。我们预计2023年信贷市场有望沿着“总量—结构—价格”的路径逐步改善，目前仍处在总量改善的阶段。预计后续贷款利率下行放缓，银行息差、营收增速在二季度以后见到拐点。
  - B. **中长期规范政策落地。**金融管理机构改革有助于统筹防范和化解金融风险，监管规范性文件出台有利于压实银行资产质量和优化资产结构，改善板块资产质量隐忧带来的长期估值折价状况。结合短期和中长期角度，我们认为板块存在配置机会，有望迎来基本面回稳和估值修复的戴维斯双击行情。
  - C. **重点推荐：**①成长性持续凸显、盈利释放弹性大的江浙区域优质中小银行：宁波银行、常熟银行、江苏银行、杭州银行。②受益于地产风险缓释、消费复苏的零售特色股份行：招商银行、平安银行。③行业资本充足、各项流动性指标优秀，海外银行流动性风险事件有望催化国内银行价值重估，利好稳健经营的低估值国有银行。
- **风险提示：**①经济风险：经济复苏、实体需求恢复不及预期，导致国内商业银行扩表速度、净息差水平、资产质量受冲击，银行业基本面修复可能不及预期。②政策风险：货币政策、金融监管政策的预期外转向，可能会对银行经营产生影响。③市场风险：国内外金融形势、市场利率超预期剧变，引发商业银行利率风险、汇率风险。④流动性风险：国内外经济金融环境超预期恶化、市场恐慌情绪传导，影响银行负债端稳定性，引发银行体系流动性风险事件。

## 1. 短期：23年有望迎来营收拐点

- 2022年回顾：营收增速放缓，资产质量稳健
- 经济持续复苏，信贷需求有望逐步回暖
- 利率下行或见底，二季度后息差有望走平
- 资本市场回暖，非息收入有望恢复性增长

## 2. 中长期：政策方向利好

- 金融管理机构改革，奠定长期稳定发展基础
- 金融资产分类新规，压实银行资产质量
- 资本新规短期影响较小，长期有助于优化资产结构

## 3. 估值底部区间，配置价值突出

- 历史回溯
- 投资展望

# 1.1 2022年回顾：营收增速放缓，资产质量稳健

2022年营收增速逐季放缓，拨备反哺、净利润维持较高增速。2022年上市银行营收增速逐季放缓，主要与市场化信贷需求疲弱、净息差持续收窄，以及Q4债市波动、理财赎回潮下，非息收入下滑有关。从盈利表现来看，受益于资产质量稳健、信用成本降低，净利润增速保持在较高水平。

表：上市银行业绩快报营收、净利润增速（截止2月27日，21家上市行）

证券简称	营收 (YOY)				归母净利润 (YOY)			
	1Q22	1H22	3Q22	2022	1Q22	1H22	3Q22	2022
平安银行	10.57%	8.67%	8.71%	6.20%	26.83%	25.62%	25.82%	25.30%
中信银行	4.08%	2.65%	3.37%	3.34%	10.93%	12.03%	12.81%	11.61%
招商银行	8.54%	6.13%	5.34%	4.08%	12.52%	13.52%	14.21%	15.08%
兴业银行	6.72%	6.33%	4.15%	0.51%	15.62%	11.90%	12.13%	10.52%
华夏银行	1.65%	0.70%	0.65%	-2.15%	5.06%	5.01%	5.44%	6.37%
宁波银行	15.40%	17.56%	15.21%	9.67%	20.80%	18.37%	20.16%	18.05%
江苏银行	11.04%	14.22%	14.88%	10.66%	26.00%	31.20%	31.31%	29.45%
杭州银行	15.73%	16.31%	16.47%	12.16%	31.39%	31.67%	31.82%	26.11%
成都银行	17.65%	17.02%	16.07%	13.14%	28.83%	31.52%	31.60%	28.20%
无锡银行	9.07%	6.70%	6.62%	3.04%	22.52%	30.27%	20.73%	26.65%
齐鲁银行	18.00%	19.08%	17.21%	8.82%	20.05%	18.01%	19.93%	18.17%
长沙银行	12.01%	8.71%	10.21%	9.58%	13.05%	2.91%	6.19%	8.04%
厦门银行	18.22%	18.17%	15.41%	10.60%	16.52%	15.11%	19.00%	15.44%
苏州银行	5.01%	8.05%	11.49%	8.62%	20.56%	25.08%	25.92%	26.10%
常熟银行	19.34%	18.86%	18.61%	15.06%	23.38%	19.96%	25.23%	25.41%
瑞丰银行	12.63%	13.43%	10.65%	6.50%	18.80%	20.42%	21.31%	21.01%
江阴银行	22.25%	25.96%	21.88%	12.20%	20.56%	22.10%	22.38%	26.88%
苏农银行	6.35%	6.37%	6.72%	5.01%	21.36%	20.89%	20.65%	29.40%
张家港行	11.80%	5.74%	7.03%	4.27%	29.74%	27.76%	30.10%	29.50%
紫金银行	3.44%	2.71%	2.04%	0.11%	10.53%	10.07%	7.23%	5.65%
沪农商行	9.05%	7.03%	7.63%	6.05%	29.05%	14.25%	17.11%	13.16%
平均	11.36%	10.97%	10.49%	7.02%	20.19%	19.41%	20.05%	19.81%

资料来源：iFinD、公司业绩快报，东兴证券研究所

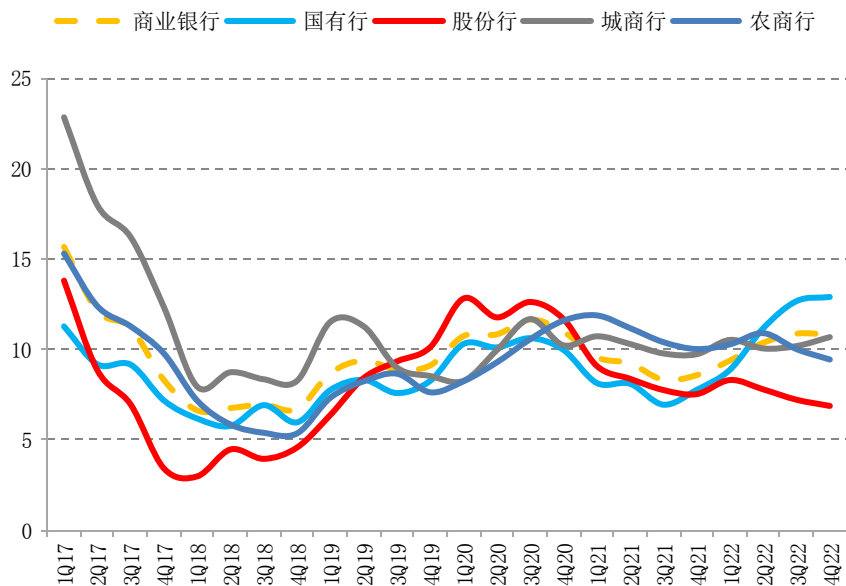
# 1.1 2022年回顾：营收增速放缓，资产质量稳健

量：基建、制造业贷款支持信贷平稳增长，国有行、城商行扩表速度较快。2022年，受疫情反复、地产下行、经济增长偏弱影响，实体市场化融资需求疲弱。政策引导银行加大基建、制造业信贷投放，支撑全年信贷平稳增长。根据银保监会行业数据，22年末商业银行总资产同比增10.82%，各类银行增速排名为国有行>城商行>农商行>股份行。国有行资金实力强、政府类大型项目资源丰富，承担主要基建贷款投放任务。城商行与地方政府合作深入，基建贷款投放亦较好，而股份行受零售、地产业务影响较大，增速逐季放缓。

表：上市银行业绩快报存贷款增速（截止2月27日，21家上市行）

证券简称	贷款同比增速				存款同比增速			
	1Q22	1H22	3Q22	2022	1Q22	1H22	3Q22	2022
平安银行	13.53%	12.18%	10.84%	8.67%	14.88%	13.14%	11.04%	11.85%
中信银行	6.63%	6.43%	7.32%	-	5.91%	9.32%	7.07%	-
招商银行	8.39%	10.20%	8.97%	8.64%	14.64%	17.68%	17.93%	18.73%
兴业银行	10.87%	13.54%	12.07%	12.53%	8.23%	11.68%	11.37%	9.88%
华夏银行	6.26%	6.16%	4.86%	2.69%	12.34%	13.29%	10.79%	8.38%
宁波银行	26.27%	24.33%	22.33%	21.25%	25.21%	19.73%	19.48%	23.19%
江苏银行	15.36%	15.20%	15.09%	14.57%	12.95%	10.61%	10.89%	11.99%
杭州银行	21.35%	22.53%	20.26%	19.31%	18.22%	21.56%	11.53%	14.49%
成都银行	33.41%	32.63%	31.26%	-	22.39%	21.81%	15.38%	-
无锡银行	12.98%	10.16%	9.19%	9.17%	11.96%	6.98%	4.41%	10.14%
齐鲁银行	23.51%	18.73%	19.37%	18.76%	17.33%	18.63%	18.42%	19.33%
长沙银行	16.54%	16.23%	19.77%	15.27%	13.50%	13.48%	15.76%	14.27%
厦门银行	20.76%	14.45%	12.49%	14.47%	26.66%	21.90%	14.37%	11.46%
苏州银行	15.48%	15.63%	17.73%	17.51%	11.52%	16.42%	14.89%	16.57%
常熟银行	24.06%	22.37%	15.39%	18.82%	15.39%	14.24%	14.15%	5.86%
瑞丰银行	11.50%	12.51%	15.54%	21.01%	13.48%	12.68%	20.38%	23.27%
江阴银行	14.63%	9.83%	11.76%	12.74%	7.38%	7.38%	14.61%	10.70%
苏农银行	21.75%	20.28%	15.85%	14.47%	9.75%	12.20%	12.51%	16.38%
张家港行	21.34%	16.79%	15.70%	15.24%	10.80%	11.98%	13.47%	15.22%
紫金银行	17.69%	14.71%	14.63%	14.45%	7.66%	14.52%	13.03%	12.60%
沪农商行	12.09%	9.96%	9.39%	9.30%	13.07%	9.75%	8.75%	12.57%
平均	16.88%	15.47%	14.75%	14.15%	13.96%	14.24%	13.35%	14.05%

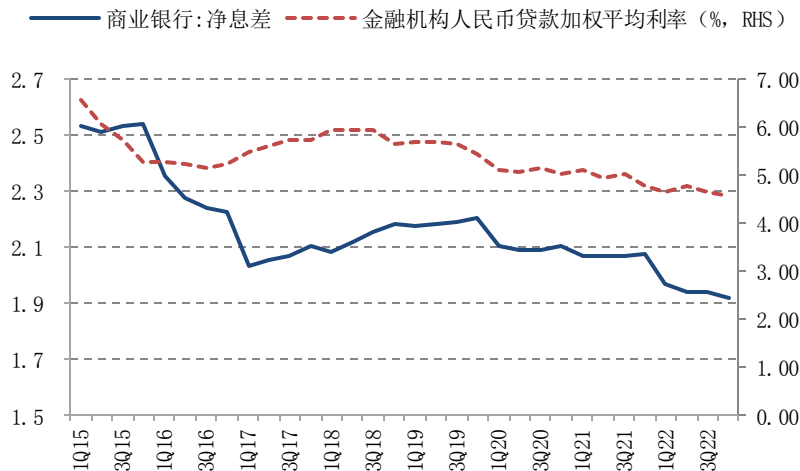
图：国有行、城商行总资产增速保持较高水平



# 1.1 2022年回顾：营收增速放缓，资产质量稳健

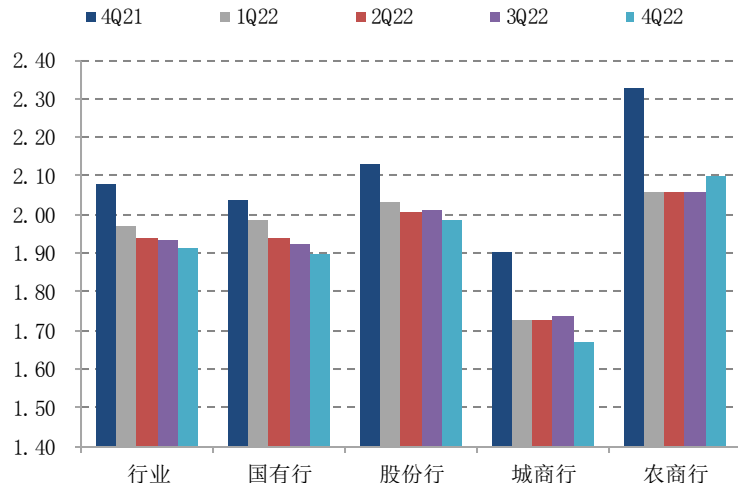
价：净息差整体持续收窄，农商行Q4环比改善。2022年连续降息（1Y/5Y-LPR累计降息15、35BP）、信贷供需矛盾加剧，新发放贷款定价持续下行。而负债端成本相对偏刚性，商业银行净息差全年呈持续收窄趋势。国有行、股份行、城商行、农商行净息差同比分别收窄14BP、14BP、24BP、23BP。其中，22Q4农商行息差环比逆势上行，推测是由于农商行网点、客群更为下沉，在投放上适度进行差异化下沉、提振贷款收益率。

图：2022年商业银行净息差1.91%，环比收窄3BP，同比收窄16BP



资料来源：iFinD、银保监会，东兴证券研究所

图：国股行、城商行净息差环比收窄，农商行环比提升

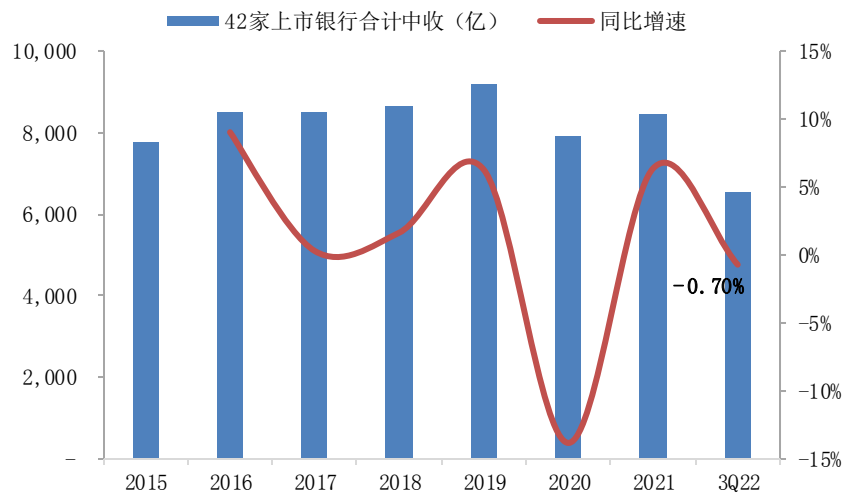


资料来源：iFinD、银保监会，东兴证券研究所

# 1.1 2022年回顾：营收增速放缓，资产质量稳健

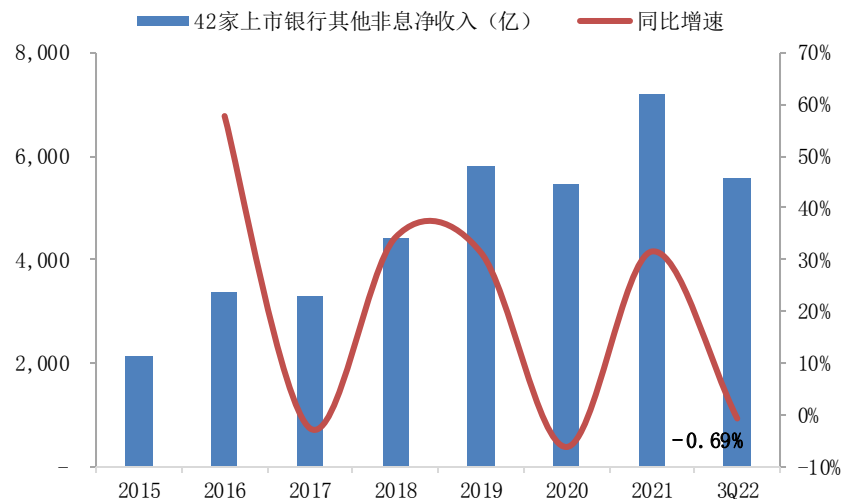
**非息：中收增速回落，其他非息收入走弱。**由于2022年资本市场表现整体疲弱，代销、托管等财富管理相关中收下降明显，3Q22中收同比-0.7%。其他非息净收入由于同期高基数，同比亦有所走弱。Q4受债市波动、理财赎回潮影响，预计中收、其他非息收入增速进一步下滑。

图：3Q22手续费及佣金净收入同比-0.7%（42家上市银行）



资料来源：iFinD、银保监会，东兴证券研究所

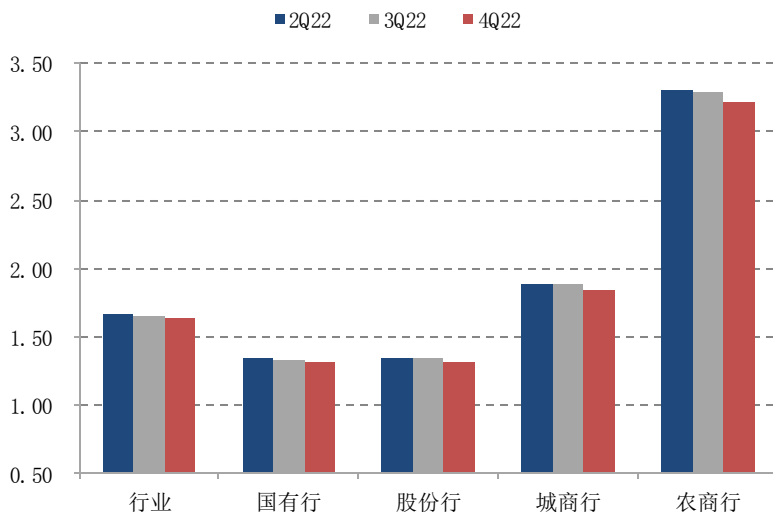
图：3Q22其他非息净收入同比-0.69%（42家上市银行）



资料来源：iFinD、银保监会，东兴证券研究所

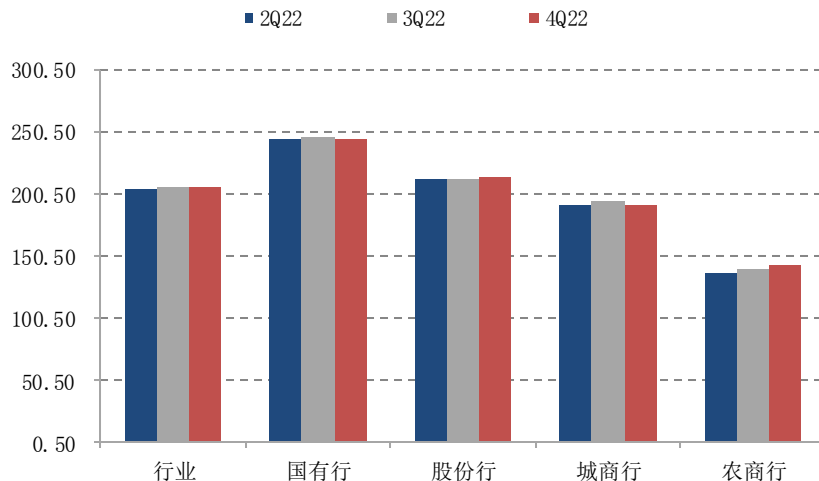
质：资产质量总体平稳。2022年末，商业银行不良环比实现双降。从不良处置来看，2022年银行业金融机构累计处置不良资产3.1万亿元，保持较强处置力度。拨备方面，商业银行拨备覆盖率环比略升，行业风险抵补能力较强。

图：各类银行2022年末不良率均环比下降



资料来源：iFinD、银保监会，东兴证券研究所

图：国有行、城商行拨备覆盖率环比下降，股份行、农商行拨备覆盖率环比提高



资料来源：iFinD、银保监会，东兴证券研究所



# 1.1 2022年回顾：营收增速放缓，资产质量稳健

在21家上市银行中，有16家不良率环比持平或改善，部分银行实现不良双降。股份行中招行和平安不良率小幅波动（环比+1、2BP），预计与疫情、地产影响下的零售风险暴露有关。

表：上市银行业绩快报-不良率、拨备覆盖率情况（截止2月27日，21家上市行）

证券简称	不良贷款率			拨备覆盖率		
	3Q22	2022	环比(BP)	3Q22	2022	环比(pct)
平安银行	1.03%	1.05%	2	290.27%	290.28%	0
中信银行	1.27%	1.27%	0	201.88%	201.33%	-1
招商银行	0.95%	0.96%	1	455.67%	450.79%	-5
兴业银行	1.10%	1.09%	-1	251.99%	236.44%	-16
华夏银行	1.78%	1.75%	-3	153.46%	159.88%	6
宁波银行	0.77%	0.75%	-2	520.22%	505.17%	-15
江苏银行	0.96%	0.94%	-2	360.05%	362.07%	2
杭州银行	0.77%	0.77%	0	583.67%	565.10%	-19
成都银行	0.81%	0.78%	-3	498.18%	501.57%	3
无锡银行	0.86%	0.81%	-5	539.05%	552.74%	14
齐鲁银行	1.32%	1.29%	-3	266.27%	281.06%	15
长沙银行	1.16%	1.16%	0	309.94%	311.09%	1
厦门银行	0.86%	0.86%	0	385.02%	387.96%	3
苏州银行	0.88%	0.88%	0	532.50%	530.81%	-2
常熟银行	0.78%	0.81%	3	542.02%	536.86%	-5
瑞丰银行	1.15%	1.08%	-7	272.28%	282.65%	10
江阴银行	0.98%	0.98%	0	496.19%	470.55%	-26
苏农银行	0.94%	0.95%	1	437.22%	440.58%	3
张家港行	0.90%	0.89%	-1	541.02%	519.71%	-21
紫金银行	1.17%	1.20%	3	263.61%	246.65%	-17
沪农商行	0.96%	0.94%	-2	439.15%	445.32%	6
平均	1.02%	1.01%	-1	397.13%	394.22%	-3

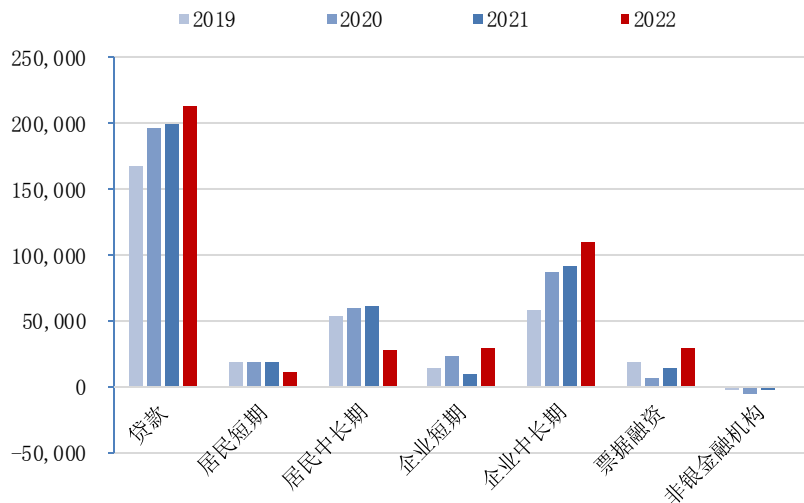
资料来源：iFinD、公司业绩快报，东兴证券研究所

## 1.2 经济持续复苏，信贷需求有望逐步回暖

**回顾：企业贷款驱动2022年信贷同比多增。**2022年实体融资需求整体走弱，在基建投资和制造业投资的拉动下，企业中长期贷款保持快速增长，全年同比多增1.83万亿；企业短期贷款、票据融资分别同比多增2.08万亿、1.46万亿。而居民部门信贷持续低迷，同比大幅少增4.09万亿，成为主要拖累项。

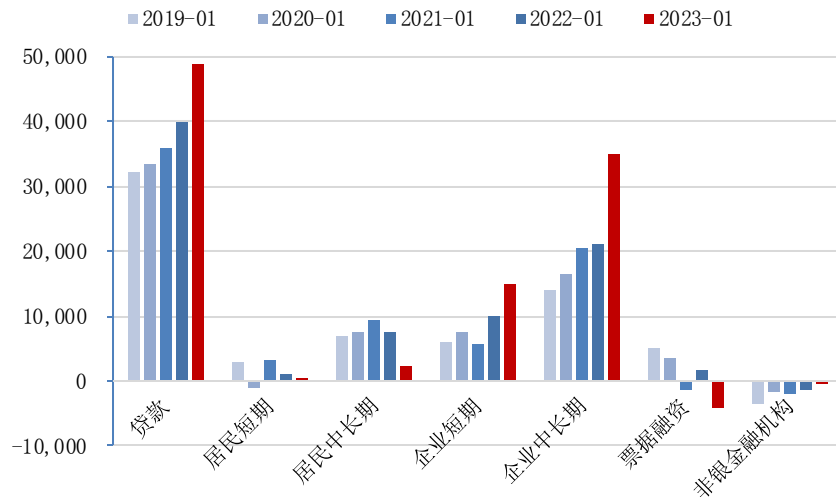
**2023年初信贷投放提速，判断主要是基建投资拉动。**随着疫情影响消退、稳增长政策持续发力，年初信贷投放明显加速。1月新增人民币贷款 4.9 万亿元，同比多增 9227 亿元，增量创历史新高。其中，新增企业中长期贷款 3.5 万亿元，同比多增 1.4 万亿元，判断主要是基建投资、政府类项目拉动。居民端延续疲弱态势，1月短期贷款和中长期贷款均继续同比少增。

图：2019-2022年全年新增人民币贷款总量及结构



资料来源：iFinD、中国人民银行，东兴证券研究所

图：2019-2023年1月新增人民币贷款总量及结构



资料来源：iFinD、中国人民银行，东兴证券研究所

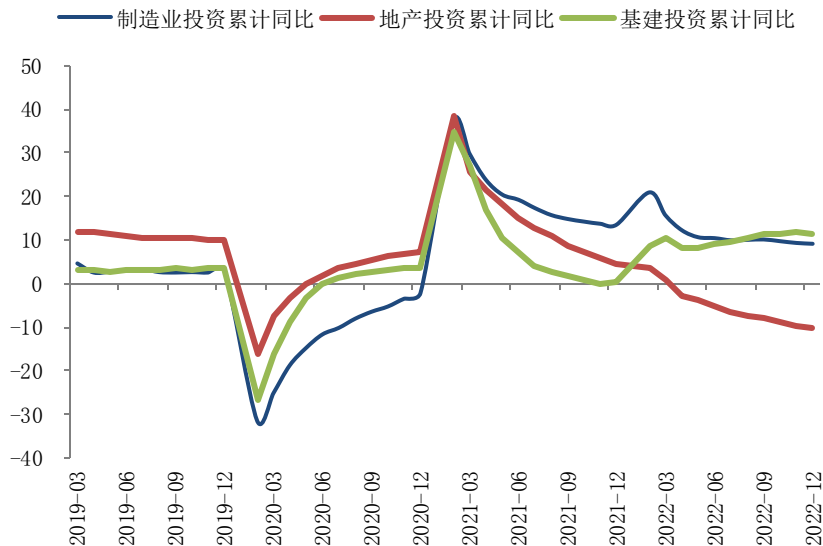
## 1.2 经济持续复苏，信贷需求有望逐步回暖

展望2023年，随着疫情影响消散、经济复苏，重点领域稳增长政策持续发力，企业经营活跃度和居民收入预期逐步回升有望带动信贷市场化需求提升。我们预计信贷总量平稳较快增长，结构逐步改善。

### ■ 企业端：

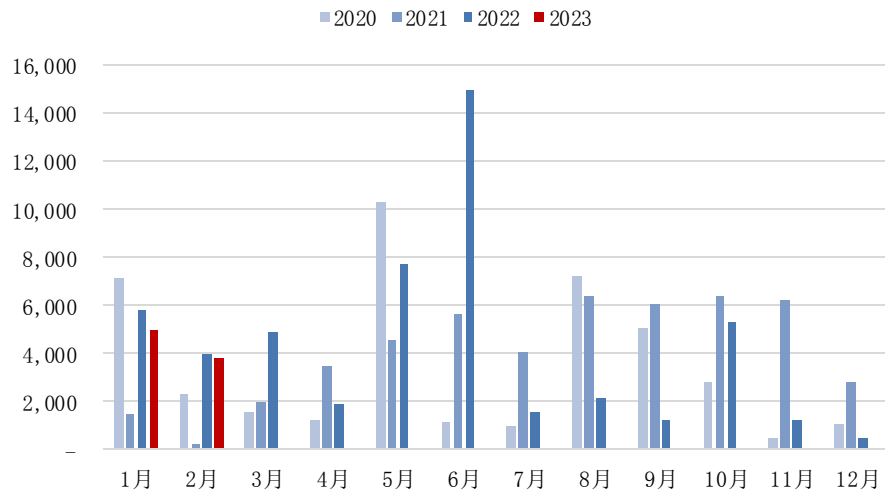
**(1) 稳增长加码，基建类贷款有望保持快速增长。**①去年累计投放7400亿政策性开发性金融工具，将撬动大型项目配套贷款在今年逐步落地；同时，在稳增长诉求下，金融工具也有可能进一步加码。②根据31省份2022年预算执行情况报告和2023年预算草案报告，今年财政部顶格提前下达地方政府新增专项债券额度，总规模高达2.19万亿元，同比增长50%；一般情况下提前下达专项债额度会在上半年完成。③从年初以来专项债发行情况来看，今年基建前置发力态势明显。综上，预计上半年基建类信贷保持较快增长。

图：2022年基建投资增速上行，制造业投资增速缓慢下行



资料来源：iFinD、国家统计局，东兴证券研究所

图：23年1、2月新增专项债发行规模超8828亿，基建前置发力态势明显

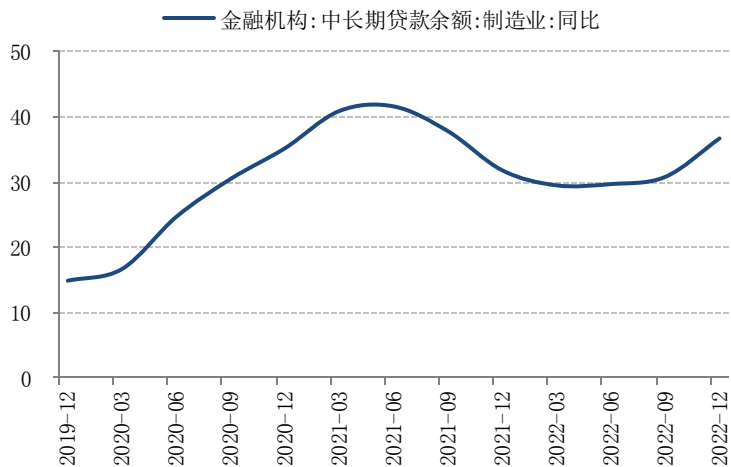


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

## ■ 企业端：

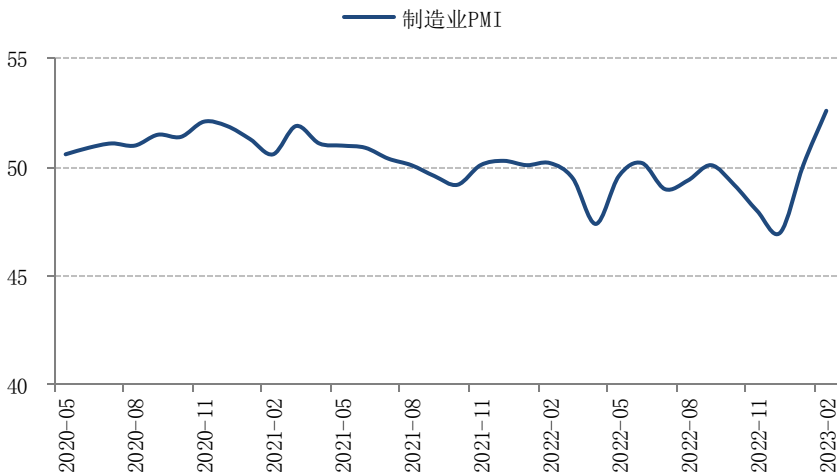
**(2) 制造业需求回暖，相关贷款有望保持较高增速。**近年来，政策持续引导银行加快制造业贷款投放，制造业中长期贷款增长较高。随着疫情影响消退，春节后复工复产加快，制造业供需改善明显，PMI连续两个月处于扩张区间，经济企稳复苏态势逐渐明朗。二十大指出要坚持推进新型工业化，把实体经济特别是制造业做优做强，预计政策将更加注重长期经济动能的培育，以及新发展格局和金融资源的配置效率，预计新制造、科技创新将成为信贷重点支持领域，23年制造业贷款有望维持较高增速。

图：22年末制造业中长期贷款余额同比增36.7%，环比提升5.9pct



资料来源：iFinD、国家统计局，东兴证券研究所

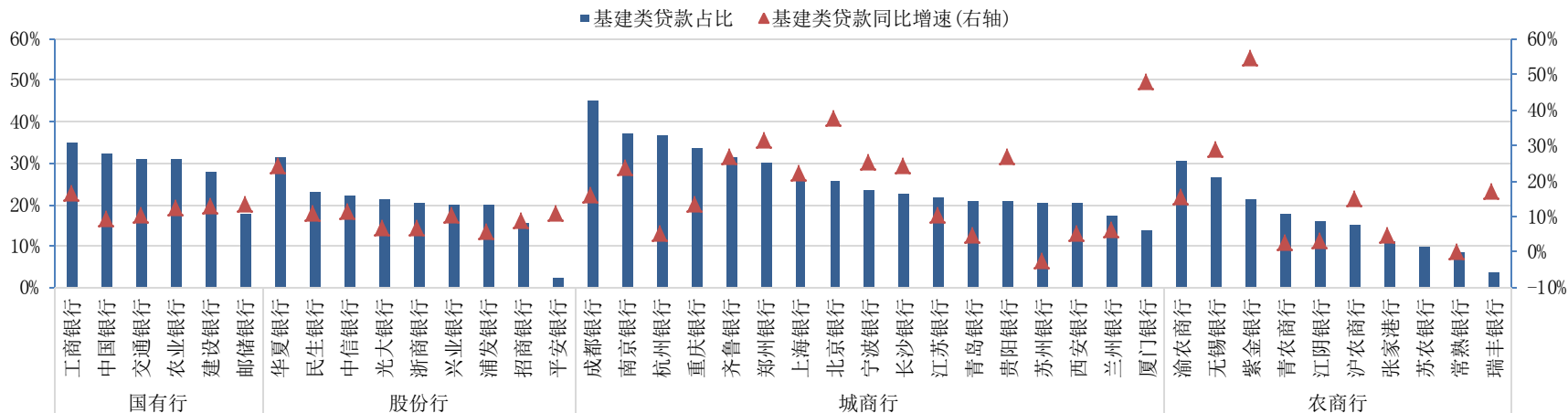
图：1、2月制造业PMI处于扩张期间，经济复苏态势逐渐明朗



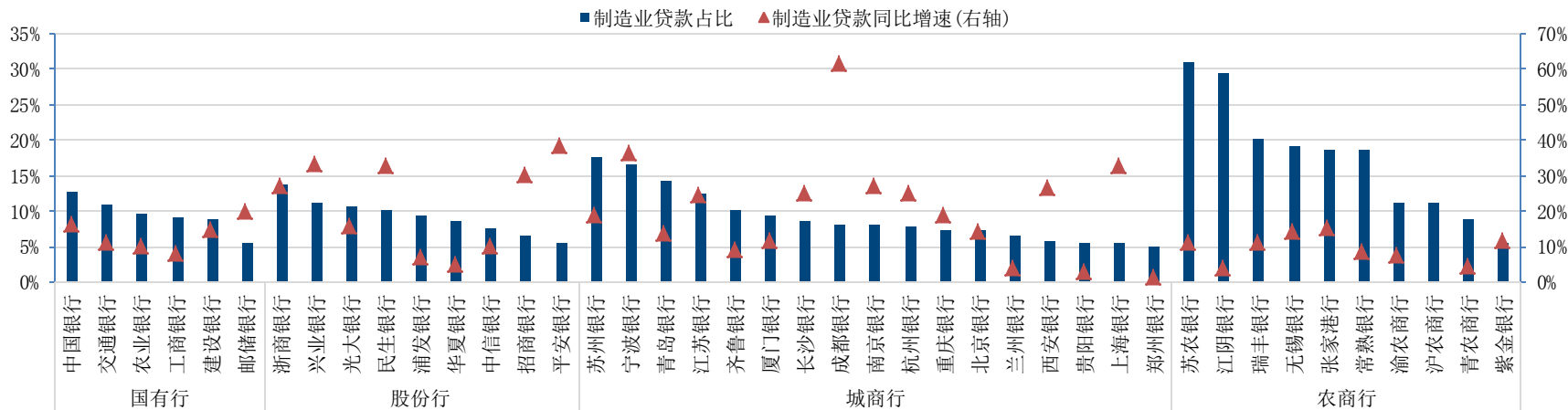
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

# 1.2 经济持续复苏，信贷需求有望逐步回暖

图：截止22年6月末，上市银行基建类贷款占比及同比增速



图：截止22年6月末，上市银行制造业贷款占比及同比增速



资料来源：iFinD、国家统计局，东兴证券研究所

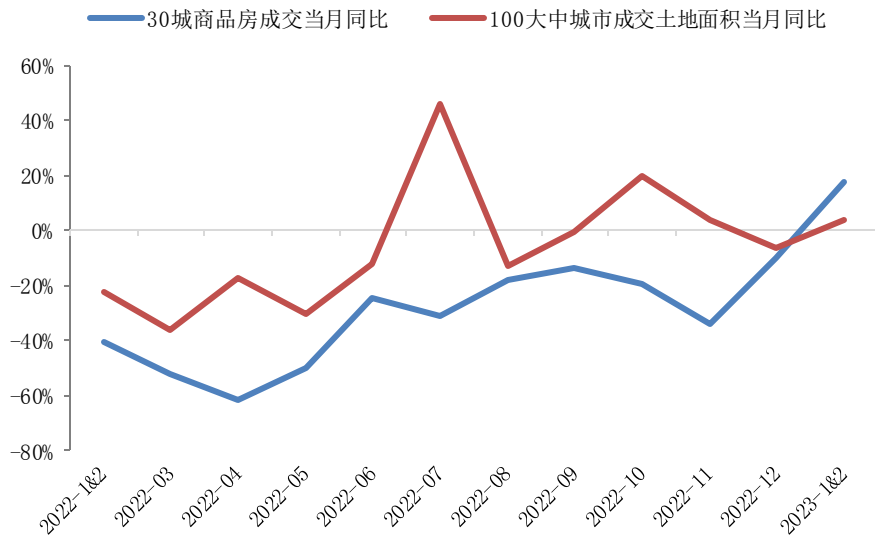
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

# 1.2 经济持续复苏，信贷需求有望逐步回暖

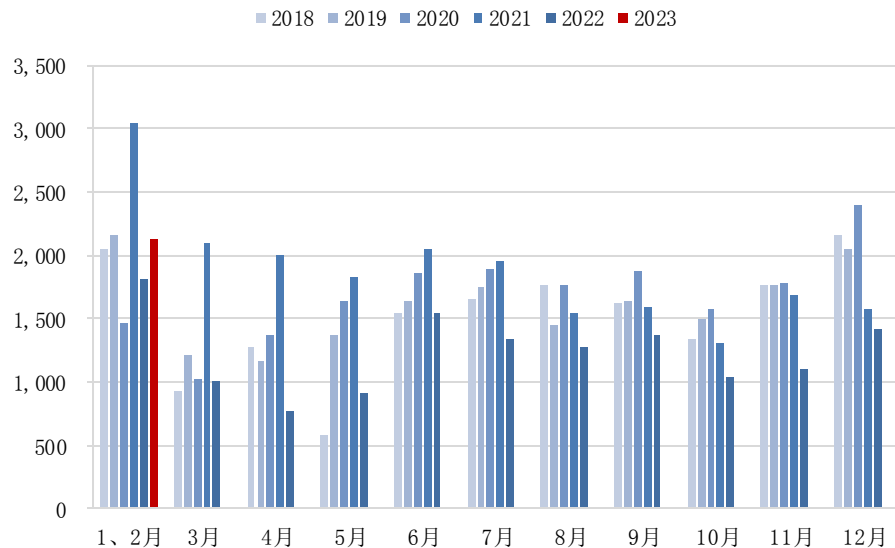
■ 居民端：按揭贷款新增仍待观察，消费类贷款有望率先修复。

(1) 房地产销售有所回暖，按揭贷款修复仍待观察。开年以来居民购房意愿正在缓慢修复，一方面是前期积压的需求集中释放，另一方面前期政策放松红利显现。从1、2月30城房地产成交面积、100城土地成交面积来看，房地产销售已有所回暖。但是考虑到按揭贷款利率相对较高，提前还款现象仍存，2023年个人按揭贷款新增情况仍待观察。

图：30城房地产成交面积1、2月合计值同比增17.6%  
100城土地成交面积1、2月合计值同比增4.14%



图：23年1、2月30城房地产成交面积达2,132.50万平方米，基本恢复至2019年同期水平

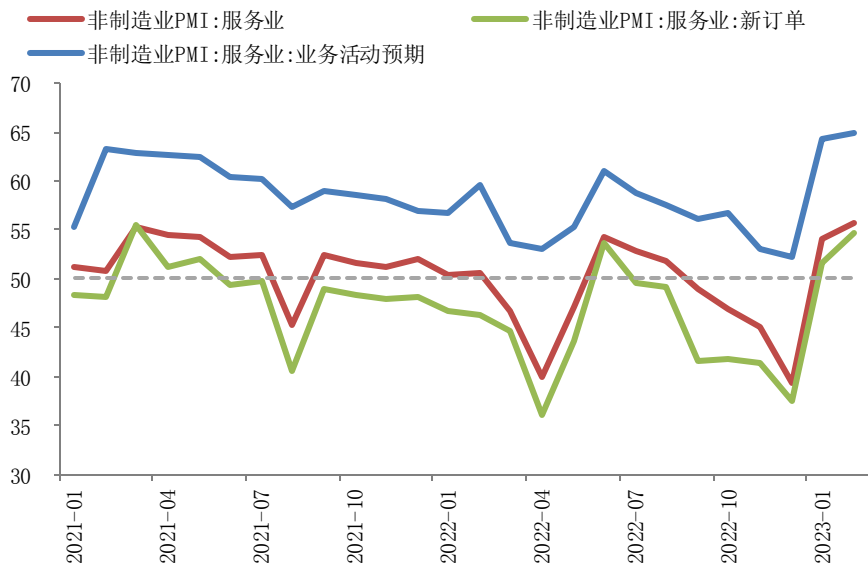


## 1.2 经济持续复苏，信贷需求有望逐步回暖

(2) 居民消费类需求释放加快，消费类贷款有望率先修复。随着疫情管控放开、消费、政策发力，居民消费特别是前期受疫情影响较大的餐饮、旅游、航空等领域修复明显。①1、2月服务业PMI指数连续两月位于枯荣线之上，升至较高景气区间。从行业情况看，2月道路运输、航空运输、邮政、住宿、租赁及商务服务等行业商务活动指数均位于60.0%以上高位景气区间。从市场需求来看，服务业新订单指数为54.7%，环比提高3.1pct，反映居民需求释放加快。②100城拥堵延时指数表征出行整体呈现修复态势。

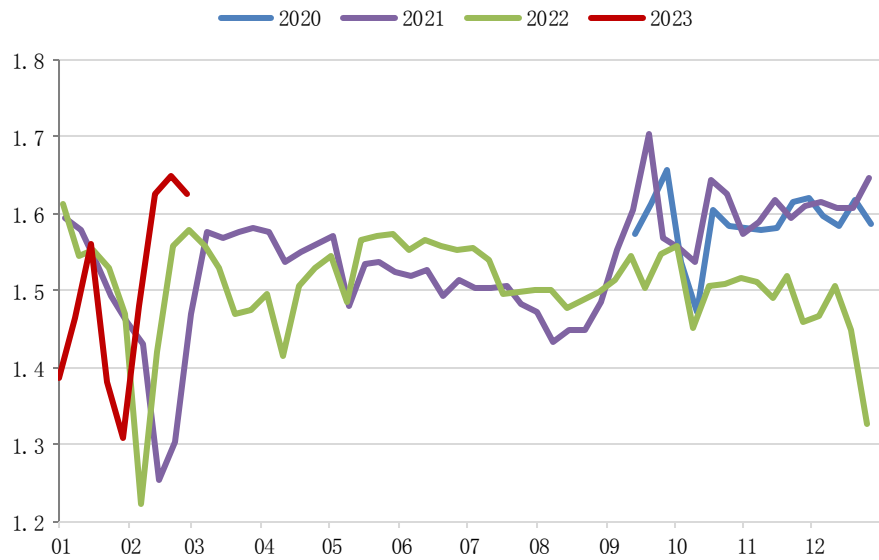
预计在消费复苏大背景下，银行零售业务景气度抬升，消费贷、信用卡有望迎来率先修复、实现较快增长。

图：2月服务业PMI、新订单、预期指数升至较高景气区间



资料来源：iFinD、中国人民银行，东兴证券研究所

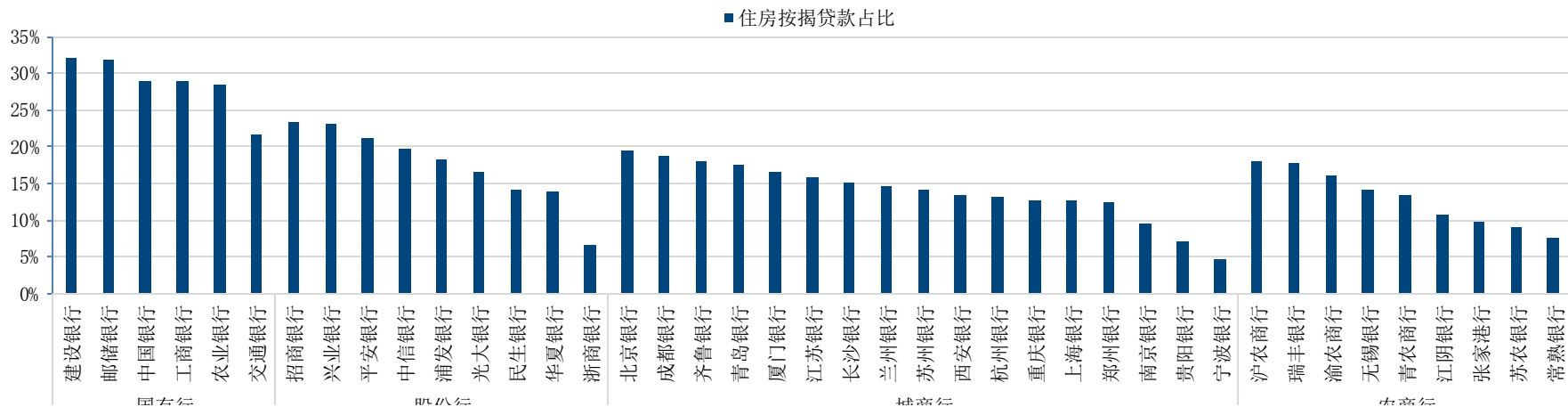
图：100城拥堵延时指数:周平均



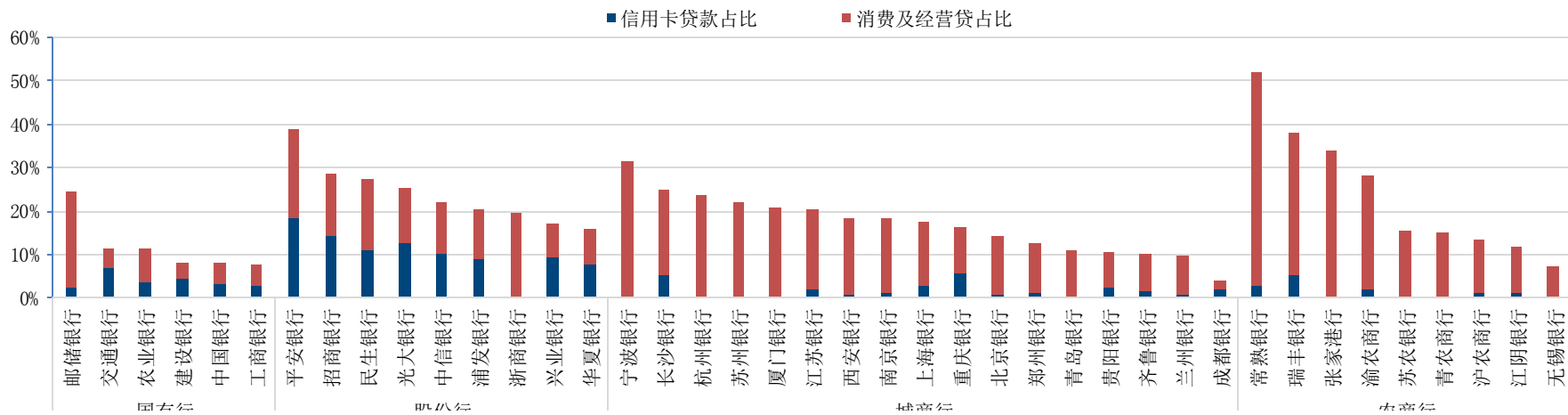
资料来源：iFinD、中国人民银行，东兴证券研究所

# 1.2 经济持续复苏，信贷需求有望逐步回暖

图：截止22年6月末，上市银行个人住房按揭贷款占比



图：截止22年6月末，上市银行信用卡、消费贷及经营贷占比



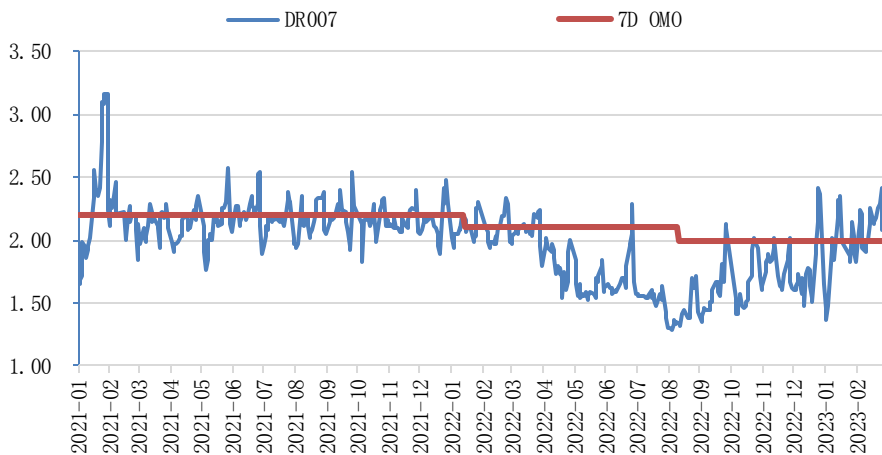


# 1.3 利率下行或见底，二季度后息差有望走平

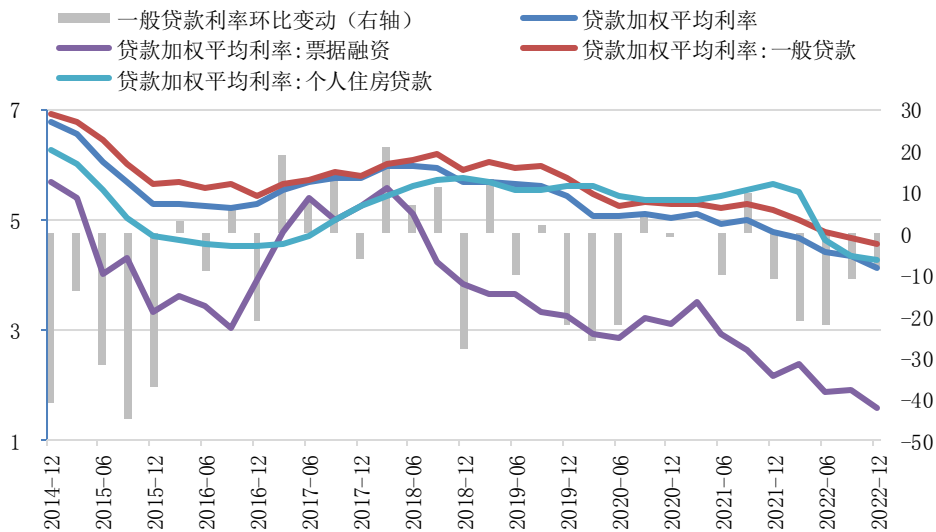
货币政策回归稳健中性，市场利率上行、向政策利率靠拢。22Q4货币政策执行报告对经济展望相对乐观，延续“稳健的货币政策要精准有力，不搞大水漫灌”表述，新增“保持M2与社融增速、名义GDP增速基本匹配”，重提“引导市场利率围绕政策利率波动”。今年资金利率波动向上，DR007平均利率抬升至2.0%左右。我们判断，总量货币政策将回归稳健中性，短期内降息概率较小，流动性极度宽松时期已经过去。

贷款利率降幅已有所收敛，预计在二季度左右见拐点。由于连续降息、信贷供需矛盾加剧，去年贷款利率快速下降，12月新发一般贷款利率、按揭贷款利率同比降幅达62BP、137BP，均已降至历史最低水平。Q4贷款利率降幅已环比收敛。考虑到现阶段资金利率回升，并且经济复苏下贷款供需矛盾有望缓和，预计后续贷款利率下行放缓，有望在二季度左右见到拐点；我们预计，重定价因素全部释放后，下半年净息差有望环比走平，净利息收入增长企稳。

图：23年初以来DR007波动上行，平均利率抬升至2%左右



图：22年12月新发放贷款利率环比降幅已有所收敛



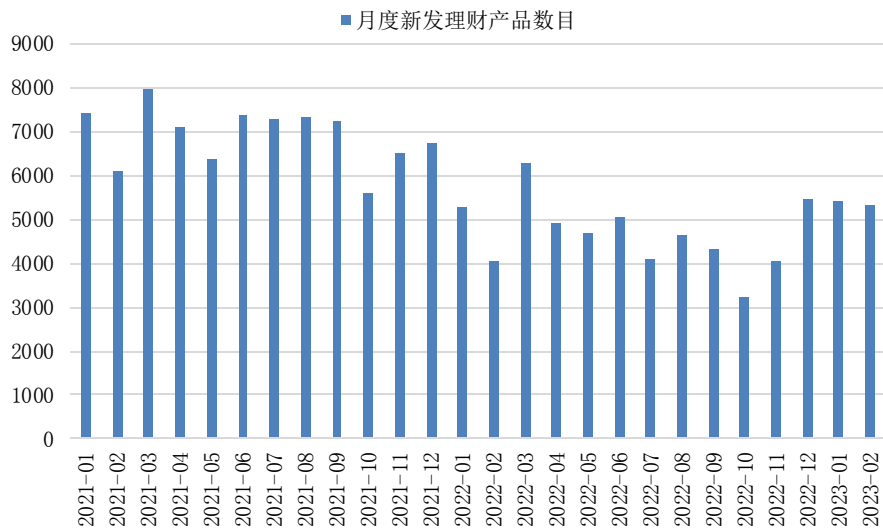
# 1.4 资本市场回暖，非息收入有望恢复性增长

## ■ 中收：资本市场回暖、理财规模企稳，有望推动中收恢复性增长

理财产品发行逐渐恢复，理财规模回稳。去年11月理财赎回潮以来，银行理财主动调整。银行理财资产端信用债偏好转向短久期，负债端偏好封闭式产品。另外，在产品设计上，采用混合估值法平抑净值波动。在银行主动调整下，22年12月以来新发行理财产品数量开始回升，存续理财规模逐渐回稳。

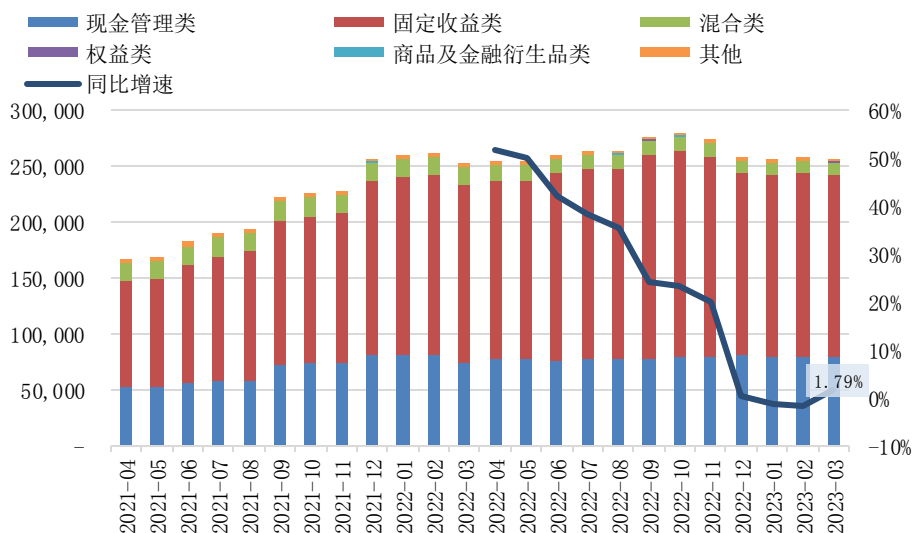
我们认为，随着资本市场回暖、理财规模企稳，大财富管理手续费收入有望迎来恢复性增长。测算23年手续费收入同比增速在12.5%-18.0%。

图：22年12月以来月度新发行理财数恢复至5000以上



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图：截至3月1日全市场存续理财规模约为25.7万亿，较年初增长0.35%



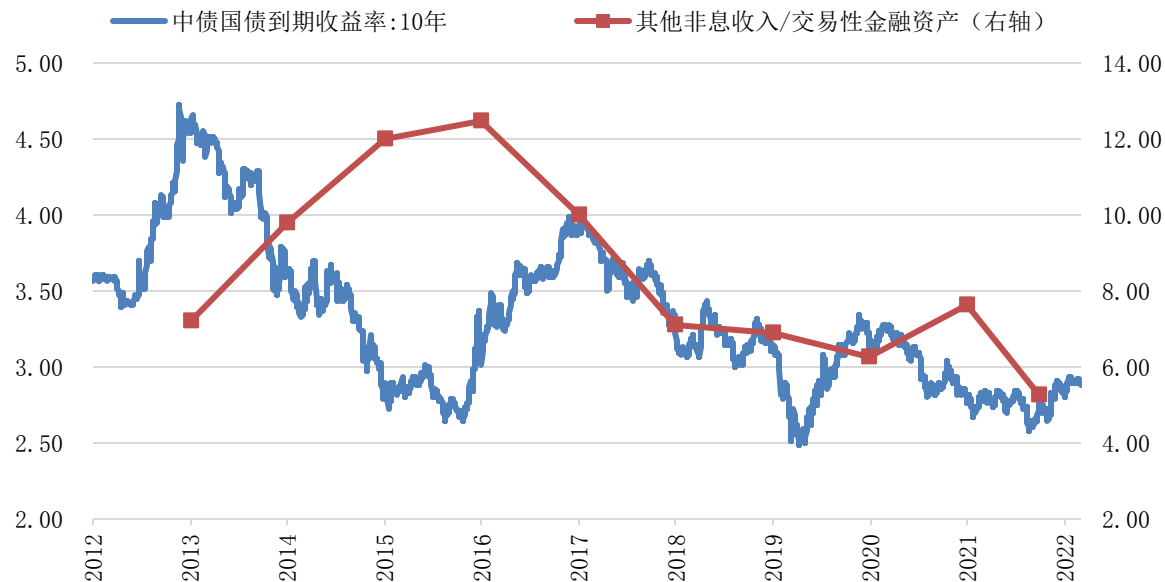
资料来源：普益标准，东兴证券研究所

# 1.4 资本市场回暖，非息收入有望恢复性增长

## ■ 其他非息：资金市场利率回升，其他非息收入有所承压

随着经济复苏，资金市场利率回升，银行公允价值损益和投资收益面临一定压力。同时，考虑到22年其他非息收入前高后低的基数影响，预计2023年其他非息收入增速走势呈前低后稳。

图：银行其他非息收入/交易性金融资产与国债收益率基本呈负向关系



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

## 1. 短期：23年有望迎来营收拐点

- 2022年回顾：营收增速放缓，资产质量稳健
- 经济持续复苏，信贷需求有望逐步回暖
- 利率下行或见底，二季度后息差有望走平
- 资本市场回暖，非息收入有望恢复性增长

## 2. 中长期：政策方向利好

- 金融管理机构改革，奠定长期稳定发展基础
- 金融资产分类新规，压实银行资产质量
- 资本新规短期影响较小，长期有助于优化资产结构

## 3. 估值底部区间，配置价值突出

- 历史回溯
- 投资展望

## 2.1 金融管理机构改革，奠定长期稳定发展基础

中长期规范政策落地。金融管理机构改革有助于统筹防范和化解金融风险，为行业长期稳定发展奠定良好基础。监管规范性文件出台有利于压实银行资产质量和优化资产结构，改善板块资产质量隐忧带来的长期估值折价状况。结合短期和中长期角度，我们认为板块存在配置机会，有望迎来基本面回稳和估值修复的戴维斯双击行情。

**表：金融管理机构改革：完善监管体系，提升监管效率**

中央机构改革			
中央金融委员会	党中央决策议事协调机构	负责金融稳定和发展的顶层设计、统筹协调、整体推进、督促落实，研究审议金融领域重大政策、重大问题等。设立办事机构“中央金融委员会办公室”，列入中央机构序列，将国务院金融稳定发展委员会办公室职责划入。	
中央金融工作委员会	党中央派出机关	统一领导金融系统党的工作，指导金融系统党的政治建设、思想建设、组织建设、作风建设、纪律建设等，同中央金融委员会办公室合署办公。将中央和国家机关工作委员会的金融系统党的建设职责划入。	
横向：完善监管体系，避免监管套利。			
整体协调	国务院		
金融管理部门	央行	国家金融监督管理总局 (原银保监会基础上组建)	证监会
级别	国务院组成部门	国务院直属机构	国务院直属机构
负责工作	货币政策与宏观审慎政策	除证券业之外的金融业微观审慎监管 金融消费者权益保护(行为监管)	证券业微观审慎监管
新增职责		(1) 原中国人民银行对金融控股公司等金融集团的日常监管[非金融法人成立的金控公司]、金融消费者保护。 (2) 原证监会的投资者保护职责。	国家发展和改革委员会的企业债券发行审核职责 [证监会统一负责公司(企业)债券发行审核工作]
纵向：统一地方金融监管职能			
地方金融监管职能主要归属中央：建立以中央金融管理部门地方派出机构为主的地方金融监管体制。			
地方政府设立的金融监管机构只承担监管职责，不再挂金融工作局、金融办公室等牌子；将金融监管与其他金融工作分开。			
分支机构、人员管理、国有金融资本管理			
央行分支机构改革	1、撤销中国人民银行大区分行及分行营业管理部、总行直属营业管理部和省会城市中心支行。 调整为31+5分行模式：在31个省(自治区直辖市)设立省级分行，在深圳、大连、宁波、青岛、厦门设立计划单列市分行。 2、中国人民银行北京分行保留中国人民银行营业管理部牌子，中国人民银行上海分行与中国人民银行上海总部合署办公。 3、不再保留中国人民银行县(市)支行，相关职能上收至中国人民银行地(市)中心支行。		
金融管理部门工作人员管理	央行、国家金融监督管理总局、中国证券监督管理委员会、国家外汇管理局及分支机构、派出机构均使用行政编制，工作人员纳入国家公务员统一规范管理，执行国家公务员工资待遇标准。		
完善国有金融资本管理体制	按照国有金融资本出资人相关管理规定，将中央金融管理部门管理的市场经营类机构剥离，相关国有金融资产划入国有金融资本受托管理机构，由其根据国务院授权统一履行出资人职责。		

资料来源：中共中央、国务院、《党和国家机构改革方案》，东兴证券研究所

## 2.2 金融资产分类新规，压实银行资产质量

《办法》短期影响较小：①目前绝大部分上市银行已将逾期90天以上贷款全部纳入不良；②国有大行、优质股份行、城农商的信用减值贷款已全部划入不良，部分银行有差距、但不大，可在过渡期内逐步确认消化、平稳过渡。③未对拨备计提做出新要求，对银行拨备计提和当期利润影响有限。长期有助于银行准确识别、评估信用风险，压实银行资产质量。

表：《商业银行金融资产分类办法》主要变化

旧指引		新办法
<b>风险分类范围扩大</b>		
风险分类对象	贷款	承担信用风险的全部金融资产，包括贷款、债券和其他投资、同业资产、应收款项以及承担信用风险的表外资产等（剔除交易类金融资产和衍生金融资产）。
<b>风险分类标准（细化、趋严）</b>		
逾期	逾期（含展期后）超过一定期限，其应收利息不再计入当期损益的贷款至少归为次级类。	逾期90天以上资产划分为不良，其中逾期90天、270天、360天以上资产分别至少归为次级、可疑、损失类。
信用减值	无	已经发生信用减值的金融资产应划分为不良，其中预期信用损失占其账面余额50%、90%以上，分别至少归为可疑类和损失类。
外部评级	无	债务人或金融资产的外部评级大幅下调，导致债务人的履约能力显著下降的，金融资产应至少归为次级类。
以债务人为中心的风险分类理念	对贷款进行分类时，要以评估借款人的还款能力为核心，把借款人的正常营业收入作为贷款的主要还款来源，贷款的担保作为次要还款来源。（借款人的还款能力包括借款人现金流量、财务状况、影响还款能力的非财务因素等。）  <b>零售贷款：</b> 对自然人和小企业贷款主要采取脱期法，依据贷款逾期时间长短直接划分风险类别。对农户、农村微型企业贷款可同时结合信用等级、担保情况等进行风险分类。	<b>非零售资产：</b> 加强对债务人第一还款来源的分析，以评估债务人履约能力为中心，重点考察债务人的财务状况、偿付意愿、偿付记录，并考虑金融资产的逾期天数、担保情况等因素。债务人在本行债权超过10%分类为不良的，该债务人在本行所有债权均分类为不良。此外，对于债务人在所有银行的债务中，逾期超过90天的债务已经超过20%的，各银行均应将其债务归为不良。  <b>零售资产：</b> 在审慎评估债务人履约能力和偿付意愿基础上，可根据单笔资产的交易特征、担保情况、损失程度等因素进行逐笔分类。 个人贷款、信用卡贷款、小微企业贷款可采取脱期法进行分类。
<b>重组资产新规（有所放松）</b>		
定义	定义模糊：重组贷款是指银行由于借款人财务状况恶化，或无力还款而对借款合同还款条款作出调整的贷款。	定义更加明确：重组资产是指因债务人发生财务困难，为促使债务人偿还债务，商业银行对债务合同作出有利于债务人调整的金融资产，或对债务人现有债务提供再融资，包括借新还旧、新增债务融资等。 对“财务困难”和“合同调整”两个概念作出详细的规定，细化符合重组概念的各种情形。有利于银行对照实施，堵塞监管套利空间。
分类标准、观察期内措施	① 需要重组的贷款应至少归为次级类。重组后的贷款如果仍然逾期，或者借款人仍然无力归还贷款，应至少归为可疑类。 ② 观察期内不得调高分类档次。	① 重组前为正常类或关注类的资产，以及对现有债务提供的再融资，重组后应至少归为关注类。观察期内符合不良认定标准的应下调为不良资产，并重新计算观察期；观察期内认定为不良资产后满足第十四条要求的，可上调为关注类。 ② 重组前为次级类、可疑类或损失类的，观察期内满足第十四条要求的，可上调为关注类；观察期内资产质量持续恶化的应进一步下调分类，并重新计算观察期。 ③ 重组观察期内债务人未按照合同约定及时足额还款，或虽足额还款但财务状况未有好转，再次重组的资产应至少归为次级类，并重新计算观察期。
观察期	6个月	1年

资料来源：中国人民银行、银保监会、《商业银行金融资产风险分类办法》，东兴证券研究所

## 2.2 金融资产分类新规，压实银行资产质量

《办法》短期影响较小：①目前绝大部分上市银行已将逾期90天以上贷款全部纳入不良；②国有大行、优质股份行、城农商的信用减值贷款已全部划入不良，部分银行有差距、但不大，可在过渡期内逐步确认消化、平稳过渡。③未对拨备计提做出新要求，对银行拨备计提和当期利润影响有限。长期有助于银行准确识别、评估信用风险，压实银行资产质量。

表：上市银行第三阶段贷款（已发生信用减值）与不良贷款缺口静态测算（截止2022年6月）

子行业	名称	不良贷款率	不良贷款余额/ 第三阶段贷款余额	第三阶段贷款全部划入不良贷款对不良率的影响（静态测算）	子行业	名称	不良贷款率	不良贷款余额/ 第三阶段贷款余额	第三阶段贷款全部划入不良贷款对不良率的影响（静态测算）
国有行	中国银行	1.34%	100%	0.00%	城商行	青岛银行	1.33%	99%	0.02%
	工商银行	1.41%	100%	0.00%		杭州银行	0.79%	98%	0.02%
	交通银行	1.46%	100%	0.00%		北京银行	1.64%	94%	0.10%
	建设银行	1.40%	100%	0.00%		厦门银行	0.90%	92%	0.07%
	农业银行	1.41%	100%	0.00%		长沙银行	1.18%	83%	0.24%
	邮储银行	0.83%	100%	0.00%		上海银行	1.25%	81%	0.29%
股份行	招商银行	0.95%	100%	0.00%	江苏银行	0.98%	79%	0.26%	
	民生银行	1.73%	97%	0.06%	郑州银行	1.76%	66%	0.90%	
	光大银行	1.24%	94%	0.07%	西安银行	1.22%	55%	0.98%	
	华夏银行	1.79%	92%	0.15%	重庆银行	1.29%	47%	1.45%	
	中信银行	1.31%	88%	0.19%	瑞丰银行	1.20%	104%	-0.05%	
	浦发银行	1.56%	87%	0.23%	紫金银行	1.20%	100%	0.00%	
	兴业银行	1.15%	86%	0.19%	苏农银行	0.95%	100%	0.00%	
城商行	浙商银行	1.49%	76%	0.48%	江阴银行	0.98%	100%	0.00%	
	宁波银行	0.77%	114%	-0.10%	常熟银行	0.80%	99%	0.01%	
	南京银行	0.90%	102%	-0.02%	沪农商行	0.96%	95%	0.05%	
	贵阳银行	1.64%	100%	0.00%	无锡银行	0.87%	93%	0.07%	
	齐鲁银行	1.33%	100%	0.00%	张家港行	0.90%	89%	0.11%	
	成都银行	0.83%	99%	0.00%	青农商行	1.72%	76%	0.55%	
	苏州银行	0.90%	99%	0.01%	渝农商行	1.23%	67%	0.59%	

## 2.3 资本新规短期影响较小，长期有助于优化资产结构

资本新规构建了差异化监管体系，优化、细化风险资产计量。风险权重有升有降，贷款业务引导银行向投资级企业、中小微企业、低LTV按揭客户、零售合格交易者倾斜；投资业务向地方一般债、投资级企业债倾斜；同业业务权重整体上升，强化对手方评级影响。总体上，反映了支持实体经济、规范同业的监管导向。

我们判断，新规落地短期对资本充足率影响有限，资产端零售、对公非房贷款（特别是投资级、中小微企业）占比高的银行相对收益。长期来看，有助于引导银行优化资产结构、审慎经营。

表：新旧办法下，商业银行贷款、投资、同业资产风险权重对比

资产类别		权重		资产类别	权重					
		新办法	旧办法		新办法	旧办法				
贷款	对公贷款	一般公司	100%	投资	国债、政策金融债	0%	0%			
		中小企业	85%		100%	地方债	一般债券	10%	20%	
		投资级公司	75%		专项债券		20%			
		小微企业	75%			75%	企业债	投资级公司	75%	100%
		房地产开发贷	符合审慎要求		100%	其他		100%		
	不符合审慎要求		150%	100%	二级资本债	150%	100%			
	项目贷款	运营前阶段	130%	永续债	250%	250%				
		运营阶段	100%		100%	金融债	A+ \A \B \C 级分别为30% \40% \75% \150%	25%		
	零售贷款	住房按揭（还款不依赖房地产现金流）	符合审慎要求	LTV ≤ 60%	40%	同业存单	3个月以内	A+ \A \B \C 级分别为20% \20% \50% \150%	20%	
				60% < LTV ≤ 80%	45%			3个月以上	A+ \A \B \C 级分别为30% \40% \75% \150%	25%
				80% < LTV ≤ 90%	70%		不符合审慎要求		按交易对手风险权重计算	50%（二次抵押贷款追加部分150%）
				90% < LTV ≤ 100%	75%			银行同业	3个月以内	
				LTV > 100%	按交易对手风险权重计算		3个月以上			A+ \A \B \C 级分别为30% \40% \75% \150%
		住房按揭（还款依赖房地产现金流）	符合审慎要求	LTV ≤ 60%	50%	非银同业		投资级	75%	100%
60% < LTV ≤ 80%				60%	其他		100%			
80% < LTV ≤ 90%				75%		个人消费贷及经营贷	符合监管零售风险暴露要求	75%		
LTV > 90%		105%	不符合监管零售风险暴露要求	100%						
住房按揭（存在币种错配情形）			150%							
信用卡贷款	合格交易者	45%	75%							
	不合格交易者	75%								



## 1. 短期：23年有望迎来营收拐点

- 2022年回顾：营收增速放缓，资产质量稳健
- 经济持续复苏，信贷需求有望逐步回暖
- 利率下行或见底，二季度后息差有望走平
- 资本市场回暖，非息收入有望恢复性增长

## 2. 中长期：政策方向利好

- 金融管理机构改革，奠定长期稳定发展基础
- 金融资产分类新规，压实银行资产质量
- 资本新规短期影响较小，长期有助于优化资产结构

## 3. 估值底部区间，配置价值突出

- 历史回溯
- 投资展望

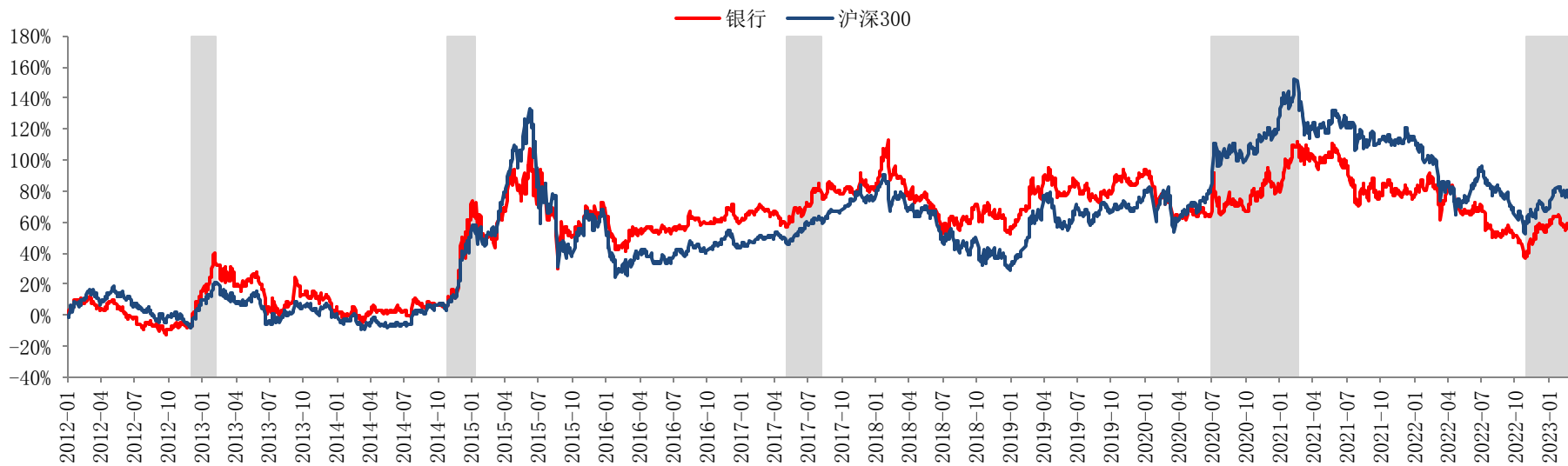
近十年历史行情回顾：

(1) 2012年12月初-2013年2月初：期间涨幅超50%（跑赢市场）。主要源于2011年底，货币政策转向宽松，4Q12名义经济数据有小幅回升，带来短期内经济预期急速修复；此外，参考巴III的《商业银行资本管理办法》实施对市场预期的影响逐步消退（此前再融资担忧极重）。[名义GDP、PMI等经济指标得到验证](#)

(2) 2014年10月底-2015年1月初：期间涨幅超过65%（跑赢市场）。源于930房贷放松政策下，流动性宽松预期再起，同年11月央行时隔2年后重启降息，流动性持续改善，进一步推动银行股行情。[流动性宽松、地产宽松](#)

(3) 2017年5月中-2017年8月初：期间涨幅超过15%（跑赢市场）。在4月因监管政策超预期收紧大幅调整之后，银行板块迎来估值修复行情。市场重估严监管对银行经营的实质影响，并在资金面弱市之下，机构抱团家电、消费电子等龙头股，银行板块业绩相对确定且估值处于历史低位，亦成为机构抱团标的，尤其是四大行（走出了一轮估值提升行情）。[机构行为](#)

图：2011年以来申万银行指数及沪深300走势



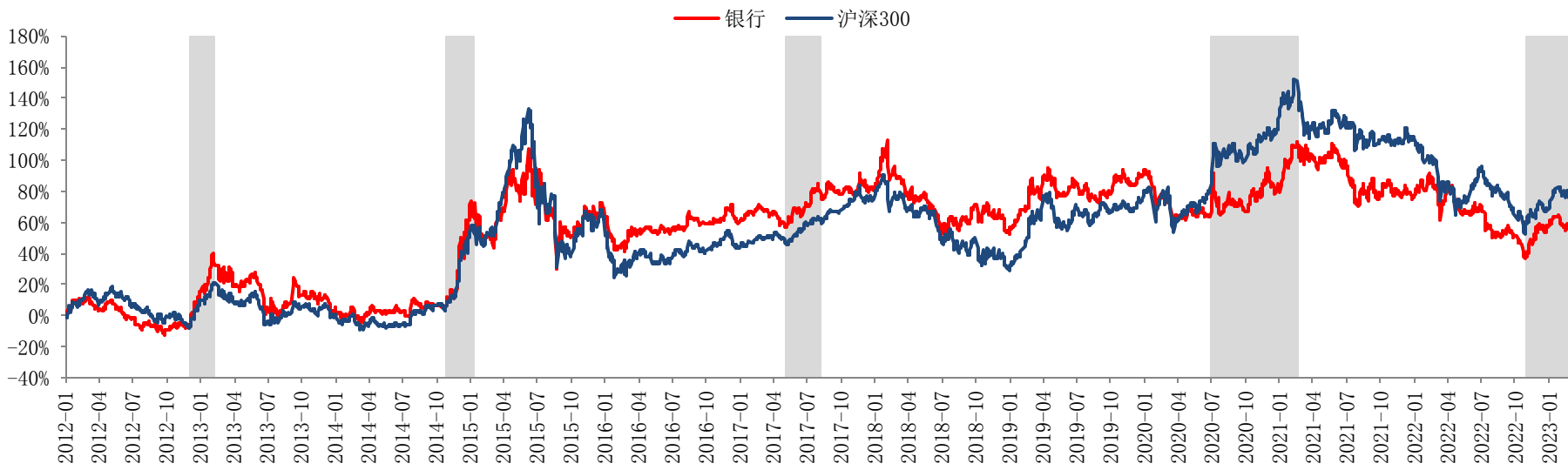
(4) 2020年7月初-2021年2月中：期间涨幅近30%。年初疫情后，央行一次全面降准、两次定向降准，为市场提供充足流动性，下半年经济复苏启动。行业基本面修复，净利润、PPOP同比增速反弹，资产质量预期改善，迎来基本面修复主导行情。**经济复苏、基本面修复**

(5) 2022年11月初-至今：期间涨幅超15%（跑赢市场）。2022年地产下行、疫情扩散压制银行估值全面下跌，11月初跌至历史底部。随着地产政策加速放宽，市场极度悲观预期有所改善，11月中旬以来金融地产股集体反弹，走出一轮估值修复行情。**地产政策放宽、资产质量预期改善**

PS：15年中，在股市维稳背景下，银行股受到青睐。18年初，主要表现为弱市之下的蓝筹股抱团行情。

**历史行情回顾总结：银行股行情，起于流动性宽松，基于经济预期拐点验证。此外，A股市场博弈情绪引导，银行股行情往往存在一定前置性，即在流动性宽松中后期，经济数据企稳或复苏的中前期。**

图：2011年以来申万银行指数及沪深300走势

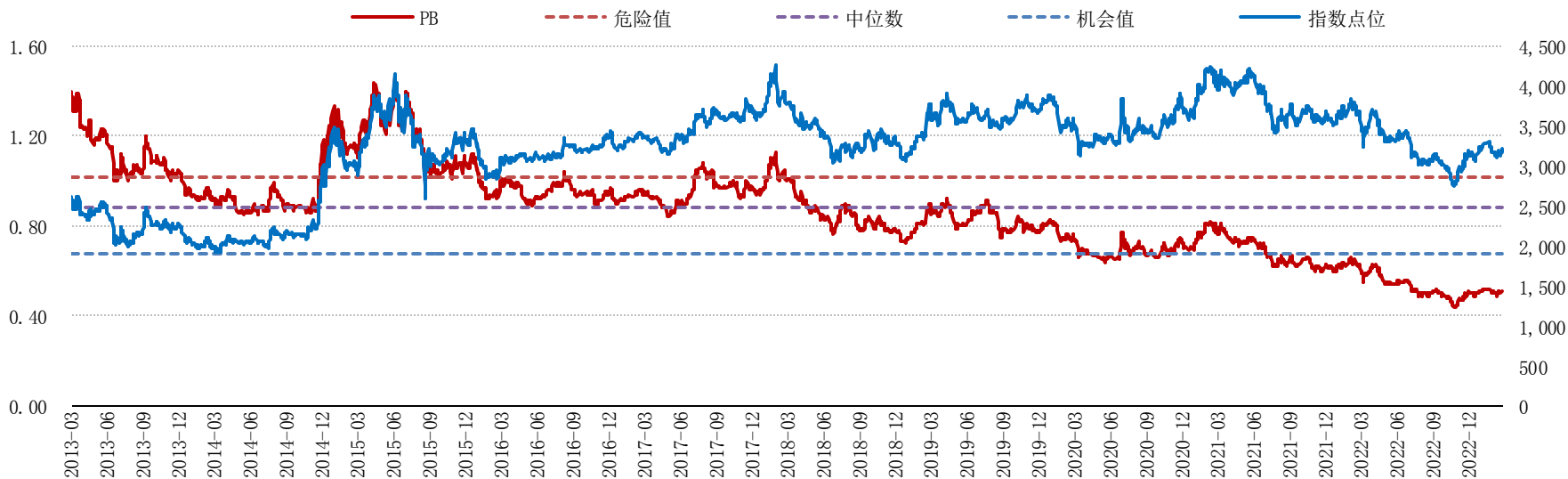


22年11月以来，受益于地产政策放宽和疫情政策优化带来的预期改善，银行板块迎来估值修复行情。但目前估值仍处于历史底部，板块PB估值仅为0.51倍（截止3月3日）；主动基金持仓比例也处在近五年的较低水平，估值修复空间较大。

实体经济及预期逐步升温，看好银行基本面回稳、估值修复的戴维斯双击行情。展望后续，随着疫情影响消散、地产销售和消费复苏，重点领域稳增长政策持续发力，有效信贷需求有望持续提升。我们预计信贷总量及结构、风险预期的改善趋势有望延续，推动银行板块基本面回稳和估值修复，维持行业看好评级。

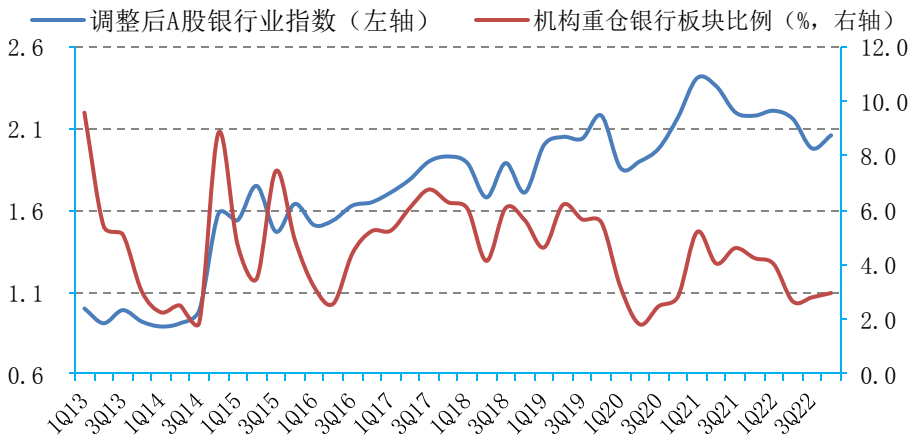
个股层面，重点推荐：（1）成长性持续凸显、盈利释放弹性大的江浙区域优质中小银行：宁波银行、常熟银行、江苏银行、杭州银行。（2）受益于地产风险缓释、消费复苏的零售特色股份行：招商银行、平安银行。

图：申万银行指数历史PB及指数点位

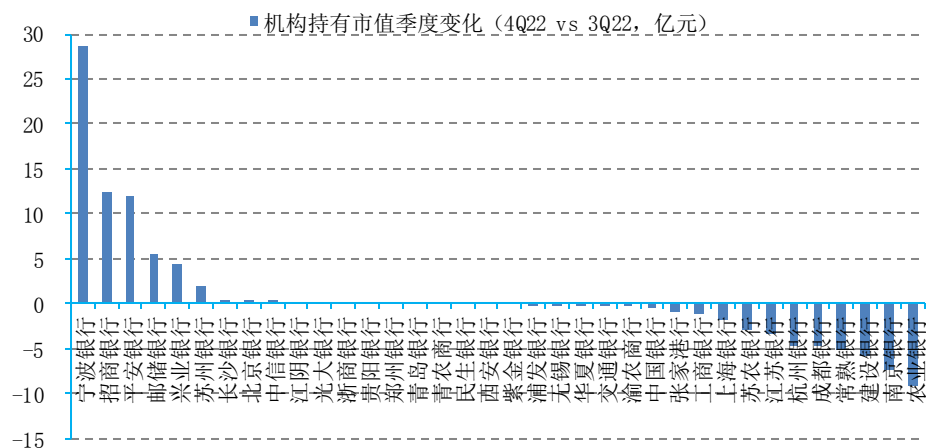


# 投资展望——经济升温，看好银行基本面回稳、估值修复

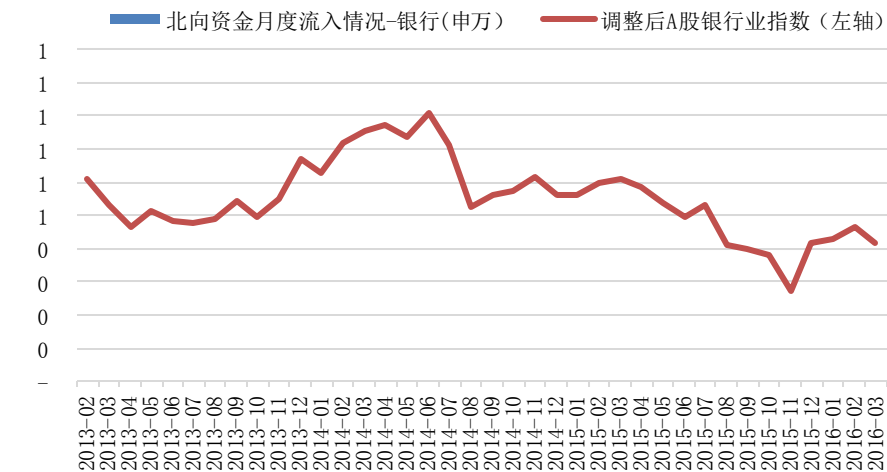
图：银行板块主动基金持仓比例处在近年较低水平



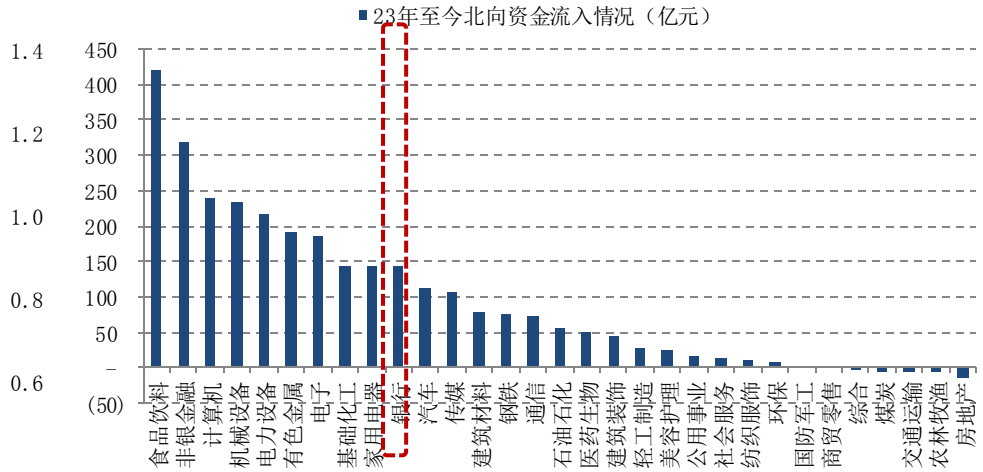
图：4Q22公募重仓持股市值提升较多的个股为宁波、招行、平安



图：北向资金流动与银行板块表现相关性较强



图：前两个月北向资金流入银行板块144.1亿元，列申万一级行业第10



## ■ 招商银行

深耕零售业务，具有较深护城河。长期看好公司零售业务潜力，以及稳定高效的业务模式。招行较早开启零售转型，并且坚守战略定位，具备先发优势。零售客户基础扎实，存款占比、特别是活期存款占比高，低成本核心负债获取能力强，净息差具备较强韧性。在大财富管理3.0模式下，相关手续费收入增长潜力巨大。

随着经济复苏、地产风险缓释，业绩有望恢复高增。短期看，随着经济复苏，零售业务优势有望凸显。1) 零售贷款需求有望回升。今年经济工作重点是扩大内需、恢复和扩大消费，住房、汽车等消费刺激政策不断加码，有望促进相关信贷需求回暖。2) 房地产风险平稳化解。随着稳地产政策逐步落地，预计不良生成高点已过，未来地产风险大幅恶化的概率较低，对资产质量账面影响递减。3) 资本市场回暖。有望带动大财富管理手续费收入的恢复性增长。

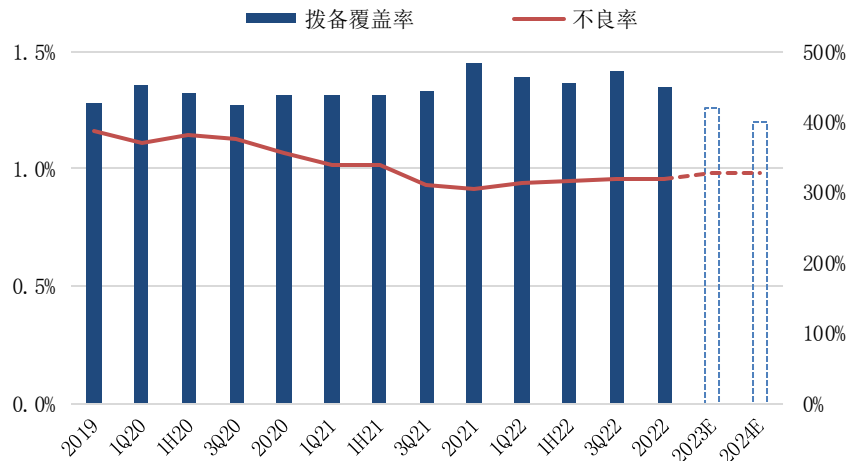
**风险提示：**经济复苏、实体需求恢复不及预期，货币政策、金融监管政策预期外转向，对银行经营环境造成影响，银行扩表速度、净息差水平、资产质量受冲击。

表：财务指标预测

指标	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E
营业收入 (亿元)	2905	3313	3448	3766	4304
增长率 (%)	7.7	14.0	4.1	9.2	14.3
净利润 (亿元)	973	1199	1379	1611	1910
增长率 (%)	4.8	23.2	15.0	16.8	18.6
净资产收益率 (%)	16.0	17.5	17.2	17.0	17.0
每股收益 (元)	3.79	3.79	5.47	6.39	7.57
PE	10.7	10.7	7.4	6.3	5.4
PB	1.6	1.4	1.2	1.0	0.8

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图：招商银行不良贷款率、拨备覆盖率历史及预测值



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

## ■ 平安银行

**金融科技、集团协同，赋能零售转型、对公做精。**零售方面，2016年以来平安银行依托金融科技赋能、集团协同等多重优势，大力推动零售转型。客户结构持续优化，AUM快速增长，私行业务发展迅速。公司坚持创新，银保团队有望贡献财富管理中新增长点。对公方面，风险出清、重启对公以来，平安银行坚持做精做强，精选行业、客户、产品。战略客群拓展成效显著，带来活期存款良好增长。我们看好公司未来零售、对公业务深化发展，盈利能力进一步提升。

**经济复苏、零售需求回暖，估值修复可期。**短期来看，随着疫情影响消退、各项稳增长政策落地见效，经济有望逐步复苏，零售业务景气度向上。预计23年零售需求逐步回暖，资本市场和财富管理贡献提升，资产质量压力缓解，支撑公司业绩较快增长，估值有望提升。

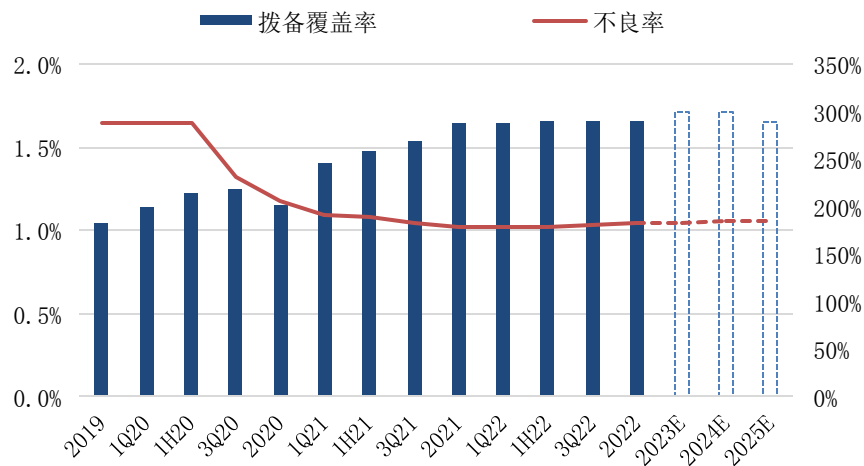
**风险提示：**经济复苏、实体需求恢复不及预期，货币政策、金融监管政策预期外转向，对银行经营环境造成影响，银行扩表速度、净息差水平、资产质量受冲击。

**表：财务指标预测**

指标	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E
营业收入 (亿元)	1694	1799	1959	2177	2420
增长率 (%)	10.3	6.2	8.9	11.1	11.2
净利润 (亿元)	363	455	570	706	849
增长率 (%)	25.6	25.3	25.2	23.9	20.2
净资产收益率 (%)	11.7	13.2	14.5	15.4	15.9
每股收益 (元)	1.87	2.35	2.94	3.64	4.37
PE	7.0	5.6	4.5	3.6	3.0
PB	0.8	0.7	0.6	0.5	0.4

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

**图：平安银行不良贷款率、拨备覆盖率历史及预测值**



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

## ■ 宁波银行

综合实力优异的城商行，多元化中收增长可期。宁波银行深耕长三角地区，受益于区域经济发展；体制机制较优，市场化程度高。公司具备前瞻性的量价平衡摆布能力，稳固的多元收入结构，以及持续审慎的风控水平，长期看好公司的高成长属性。宁波银行客户定位清晰、产品竞争力强，带来稳定且优质的贷款资源和低成本存款沉淀。近年来发力财富管理、私人银行，中收增长潜力较大；多元利润中心模式持续升级，赋予中收长期增长空间。

跨区域经营、财富管理回暖，有望支撑业绩高增长。虽然短期内出口转弱对当地企业信贷需求产生一定负面影响，但考虑公司近年来加强跨区域展业，宁波以外地区新增贷款贡献不断提升。预计随着经济复苏，以及异地网点下沉和团队扩充，异地区域仍有较大渗透空间，支撑业绩持续增长。同时，资本市场回暖可期，有望带动财富管理相关中收恢复性增长。

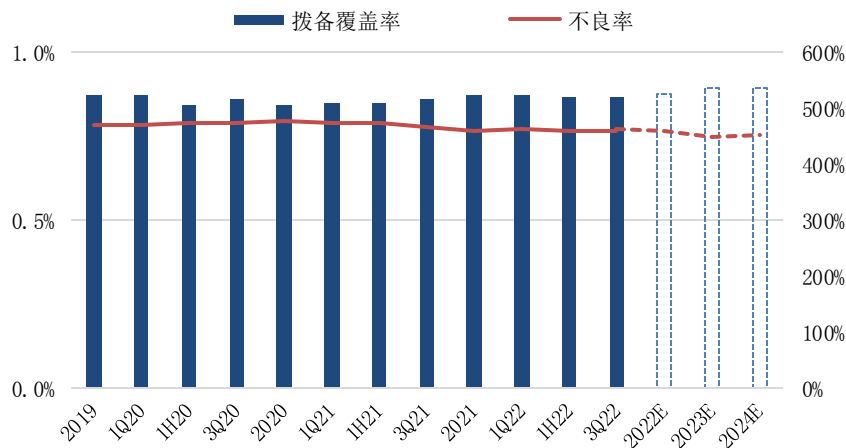
**风险提示：**经济复苏、实体需求恢复不及预期，货币政策、金融监管政策预期外转向，对银行经营环境造成影响，银行扩表速度、净息差水平、资产质量受冲击。

表：财务指标预测

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (亿元)	411	528	619	744	904
增长率 (%)	17.2	28.4	17.2	20.3	21.5
净利润 (亿元)	151	195	236	288	361
增长率 (%)	9.7	29.9	20.6	22.0	25.6
净资产收益率 (%)	15.9	16.4	16.3	17.4	18.8
每股收益 (元)	2.50	2.96	3.57	4.36	5.47
PE	13.6	11.5	9.5	7.8	6.2
PB	2.0	1.7	1.5	1.3	1.1

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图：宁波银行不良贷款率、拨备覆盖率历史及预测值



资料来源：公司公告，东兴证券研究所



## ■ 江苏银行

享受区域经济优势，零售战略推进成效显著。江苏银行立足江苏省、国资背景深厚，精耕细作区域经济，在省内存贷款市场份额领先，充分享受区域经济高质量发展的红利。零售战略转型稳步推进，个贷占比逐年提升，达到可比同业较高水平。信用卡、消费贷持续发力，贡献高收益资产；消金牌照有助于消费类信贷持续发力。财富管理加速布局，中收贡献快速提升。看好零售业务长期成长性。对公深耕中小微企业，小微金融模式成熟，小微贷款在省内市场份额保持领先。行业方面聚焦基建、制造业，有望充分受益区域经济高质量发展。

信贷有望延续高景气，支撑盈利高增长。受益于稳增长政策加码、区域经济修复，预计23年公司信贷投放将延续高景气。基建落地、形成实物工作量有望催生相关信贷需求；区域内制造业、民营经济发达，制造业、小微企业信贷需求有望提升；居民贷款需求回暖可期。资产质量向好趋势稳固，盈利有望持续高增。

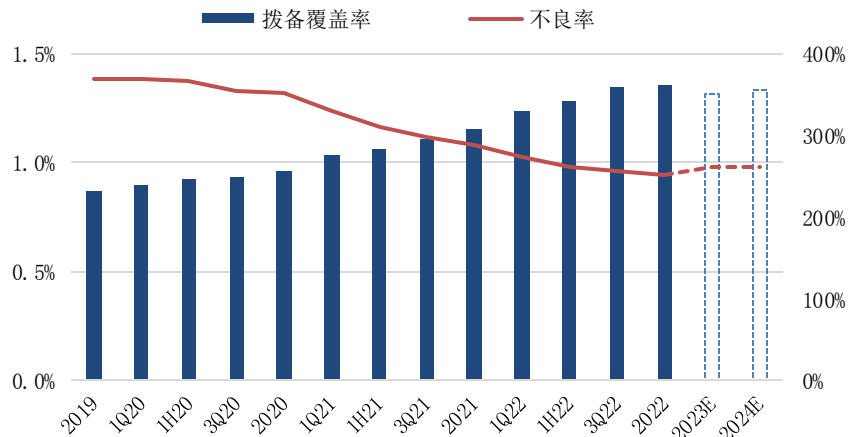
**风险提示：**经济复苏、实体需求恢复不及预期，货币政策、金融监管政策预期外转向，对银行经营环境造成影响，银行扩表速度、净息差水平、资产质量受冲击。

表：财务指标预测

指标	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E
营业收入 (亿元)	520	638	741	848	967
增长率 (%)	15.7	22.6	10.7	14.4	14.1
净利润 (亿元)	151	197	258	326	406
增长率 (%)	3.1	30.7	29.5	26.2	24.6
净资产收益率 (%)	12.3	13.8	14.9	17.1	18.0
每股收益 (元)	1.02	1.33	1.75	2.21	2.75
PE	6.8	5.2	4.0	3.1	2.5
PB	0.8	0.7	0.6	0.5	0.4

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图：江苏银行不良贷款率、拨备覆盖率历史及预测值



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

## ■ 杭州银行

受益于区域经济增长红利，业务结构优化可期。杭州银行深度覆盖浙江地区，市场份额较高。地区经济持续向好、信贷需求旺盛，为公司经营提供有利土壤。公司新五年战略规划聚焦“做强公司、做大零售、做优小微”，推动业务结构优化、经营效能提升。公司业务以基建类贷款为压舱石，并针对杭州丰富的科技文创企业创新服务，差异化优势持续巩固。零售业务聚焦优质客群，平衡风险收益，具备稳健可持续性，同时加快财富管理布局。小微业务逐步向信用贷款延伸，综合定价水平有望提升。看好公司业务结构优化带来的成长空间。

信贷投放延续高景气，财富管理进入兑现期。随着经济复苏，预计23年信贷投放将保持高景气；公司持续优化资产负债结构，有望支撑净息差企稳。同时，随着体系化、分层分类的财富客户经营体系的建立，以及理财经理能力建设的加强，财富管理中收有望快速增长，占比有望提升。资产质量优异、拨备水平高，信用成本预计减少。

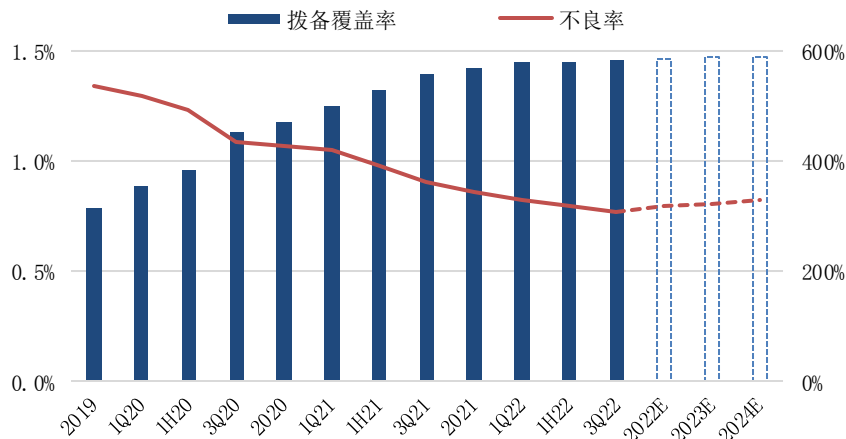
**风险提示：**经济复苏、实体需求恢复不及预期，货币政策、金融监管政策预期外转向，对银行经营环境造成影响，银行扩表速度、净息差水平、资产质量受冲击。

表：财务指标预测

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (亿元)	248	294	350	420	508
增长率 (%)	15.9	18.4	19.3	20.0	20.9
净利润 (亿元)	71	93	121	151	189
增长率 (%)	8.1	29.8	31.0	24.1	25.8
净资产收益率 (%)	12.3	13.7	15.7	16.7	17.9
每股收益 (元)	1.20	1.56	2.05	2.54	3.19
PE	10.5	8.1	6.1	5.0	3.9
PB	1.2	1.0	0.9	0.8	0.6

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图：杭州银行不良贷款率、拨备覆盖率历史及预测值



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

## ■ 常熟银行

小微金融定位清晰，具备长期高成长空间。常熟银行坚持走差异化小微路线，已形成“IPC 技术+信贷工厂”的成熟小微模式，兼具定价和风控优势。公司坚持下沉客群、做小做散，具备较强的贷款议价能力，净息差在可比农商行中处于领先地位；同时，资产质量优异、拨备充足。公司深耕常熟本地市场，同时通过异地分支机构、村镇银行、普惠金额试验区等拓展业务空间。看好公司小微定位优势、区位优势以及异地扩张带来的长期高成长性。

短期有望受益于疫情优化后的小微需求回暖。2022年多重冲击下，公司仍实现了营收、净利润高增，体现了较强的经营韧性。随着疫情扰动消退、经济逐步复苏、小微企业经营修复，小微信贷需求有望加速回暖，预计公司小微贷款将保持较高增长，提振短期业绩表现。

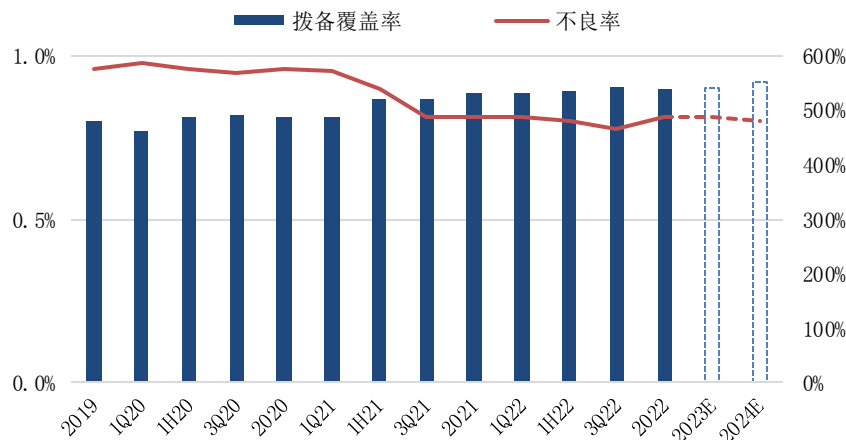
**风险提示：**经济复苏、实体需求恢复不及预期，货币政策、金融监管政策预期外转向，对银行经营环境造成影响，银行扩表速度、净息差水平、资产质量受冲击。

表：财务指标预测

指标	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E
营业收入 (亿元)	66	77	88	102	119
增长率 (%)	2.1	16.3	15.1	15.8	16.3
净利润 (亿元)	18	22	27	34	42
增长率 (%)	1.0	21.3	25.4	23.8	22.3
净资产收益率 (%)	10.3	11.6	13.1	14.0	14.8
每股收益 (元)	0.66	0.80	1.00	1.24	1.52
PE	11.4	9.4	7.5	6.1	5.0
PB	1.1	1.0	0.9	0.8	0.7

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图：常熟银行不良贷款率、拨备覆盖率历史及预测值



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

- **经济风险：**经济复苏、实体需求恢复不及预期，导致国内商业银行扩表速度、净息差水平、资产质量受冲击，银行业基本面修复可能不及预期。
- **政策风险：**货币政策、金融监管政策的预期外转向，可能会对银行经营产生影响。
- **市场风险：**国内外金融形势、市场利率超预期剧变，引发商业银行利率风险、汇率风险。
- **流动性风险：**国内外经济金融环境超预期恶化、市场恐慌情绪传导，影响银行负债端稳定性，引发银行体系流动性风险事件。

## 分析师简介

### 林瑾璐

英国剑桥大学金融与经济学硕士。多年银行业投研经验，历任国金证券、海通证券、天风证券银行业分析师。2019年7月加入东兴证券研究所，担任金融地产组组长。

### 田馨宇

南开大学金融学硕士。2019年加入东兴证券研究所，从事银行行业研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。面扎实的优质中小银行亦有望获得关注。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数）：  
以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数）：  
以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

## 东兴证券研究所

北京	上海	深圳
西城区金融大街5号新盛大厦B座 16层	虹口区杨树浦路248号瑞丰国际 大厦5层	福田区益田路6009号新世界中心 46F
邮编：100033	邮编：200082	邮编：518038
电话：010-66554070	电话：021-25102800	电话：0755-83239601
传真：010-66554008	传真：021-25102881	传真：0755-23824526